

Technická univerzita v Liberci  
Hospodářská fakulta

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

Důsledky americké hypoteční krize pro makroekonomický vývoj České republiky

Impact of the American Mortgage Crisis on the Macroeconomic Development in the Czech  
Republic

DP-HF-KEK-2009-12

JANA KOCKOVÁ

Vedoucí práce: Ing. Mgr. Marek Skála, Ph.D. – Katedra cizích jazyků

Konzultant: Ing. Daniela Benešová

Počet stran: 83

Počet příloh: 1

Datum odevzdání: 22. května 2009

## Prohlášení

Byl(a) jsem seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom(a) povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval(a) samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci. 22.05.2009

## Anotace

Diplomová práce se zabývá současnou finanční a ekonomickou krizí. Věnuje se jejímu vzniku, vývoji a předpokládaným dopadům. Cílem práce je prostřednictvím zodpovězení tří otázek, které jsou položeny v úvodu, zjistit, do jaké míry je možné přisoudit vinu za vznik současné krize jednomu subjektu, zda mohou realizované fiskální a monetární politiky současnou krizi vyřešit a zda krize ohrožuje či v budoucnu ohrozí Českou republiku. Obsahem práce je také analýza reakcí jednotlivých vlád a jejich dopadů na veřejné rozpočty.

Cílem práce je i ověření hypotézy o omezené možnosti vládní a centrální autority ovlivnit hospodářský výkon národní ekonomiky v době probíhající krize, která je souhrnně verifikována v poslední části.

Poslední část je signifikantní také pro komparaci příčin současné a Velké hospodářské krize 30. let minulého století, které jsou často srovnávány.

## Klíčová slova

dopady krize

finanční krize

hospodářská krize

hospodářská politika

hypoteční krize

podstandardní (subprime) hypotéky

sekuritizace

## Summary

This diploma thesis deals with the current financial and economic crisis. It is focused on the beginning of the crisis, its expansion and its anticipated impacts on the economic process. The aim of the thesis is to find answers for the three questions that are asked in the introduction. The thesis contains an analysis of government responses to the crisis and impacts of these responses on the public budget, too.

The aim of the diploma thesis is to verify the theory, that the government and the central bank have only a small chance to influence the national economic growth during the crisis period. This verification is solved in the final part of the thesis.

The final part is also significant to the confrontation of the current crisis and the Great Depression in the 1930's, because these two crises are very often compared.

## Key Words

economic depression

economic policy

financial crisis

impacts of crisis

mortgage crisis

securitisation

subprime mortgages

# Obsah

<b>ANOTACE .....</b>	<b>4</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>5</b>
<b>OBSAH</b>	
<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK .....</b>	<b>7</b>
<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>8</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>9</b>
<b>1.0 ÚVOD .....</b>	<b>10</b>
<b>2.0 GENEZE HYPOTEČNÍ KRIZE V USA .....</b>	<b>12</b>
<b>3.0 PŘÍČINY AMERICKÉ HYPOTEČNÍ KRIZE .....</b>	<b>15</b>
3.1 POLITIKA FEDERÁLNÍHO REZERVNÍHO SYSTÉMU .....	15
3.2 SEKURITIZACE .....	23
3.3 RATING .....	29
3.4 NADMĚRNÁ ÚVĚROVÁ ANGAŽOVANOST .....	30
3.5 SPEKULACE, PSYCHOLOGICKÝ FAKTOR .....	30
<b>4.0 CELOSVĚTOVÉ DOPADY KRIZE .....</b>	<b>31</b>
4.1 BANKOVNÍ SEKTOR, FINANČNÍ TRHY .....	31
4.2 AKCIOVÉ TRHY .....	32
4.3 PŘESUN KRIZE DO REÁLNÉ EKONOMIKY .....	33
4.4 FISKÁLNÍ POLITIKA .....	35
4.5 MONETÁRNÍ POLITIKA .....	41
4.6 ÚČINNOST FISKÁLNÍ A MONETÁRNÍ POLITIKY .....	44
4.7 ZHODNOCENÍ DOPADŮ KRIZE NA GLOBÁLNÍ EKONOMIKU .....	46
<b>5.0 DOPADY KRIZE NA ČESKOU REPUBLIKU .....</b>	<b>48</b>
5.1 BANKOVNÍ SEKTOR .....	48
5.2 FINANČNÍ SYSTÉM .....	55
5.3 VÝKONNOST EKONOMIKY .....	59
5.4 NEZAMĚSTNANOST .....	63
5.5 INFLACE, PLATEBNÍ BILANCE .....	65
5.6 MAGICKÝ ČTYŘÚHELNÍK .....	66
5.7 DOPADY NA VYBRANÁ ODVĚTVÍ .....	67
5.8 PREDIKCE DALŠÍHO VÝVOJE .....	69
5.9 REAKCE VLÁDNÍ AUTORITY A CENTRÁLNÍ BANKY .....	70
<b>6.0 ZÁVĚR .....</b>	<b>74</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>77</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH .....</b>	<b>82</b>

## Seznam použitých zkratek

ABS	Asset Backed Securities
ARM	Adjustable Rate Mortgage
BCPP	Burza cenných papírů Praha
bil.	bilion
CDO	Collateralized Debt Obligations
COFI	Cost of Funds Index
ČNB	Česká národní banka
DJIA	Dow Jones Index Average
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FED	Federal Reserve System
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
Ginnie Mae	Government National Mortgage Association
GSE	Government Sponsored Enterprises
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MBS	Mortgage Backed Securities
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
mil.	milion
mld.	miliarda
např.	například
NPPV	Národní protikrizový plán vlády
p.a.	per annum (ročně)
p.b.	procentní bod
PMR	Povinné minimální rezervy
PRIBID	Prague Interbank Bid Rate
PRIBOR	Prague Interbank Offered Rate
resp.	respektive
SPV	Special Purpose Vehicles
THFK	Tvorba hrubého fixního kapitálu
tzn.	to znamená
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
WTO	World Trade Organisation

## Seznam tabulek

TAB. 1 PÁDY VYBRANÝCH AMERICKÝCH BANK V ROCE 2008.....	13
TAB. 2 ZADLUŽENÍ AMERICKÝCH DOMÁCNOSTÍ V LETECH 1996-2006 .....	18
TAB. 3 VÝVOJ VARIABILNÍ ÚROKOVÉ SAZBY U ARM´S V LETECH 2003-2007 .....	21
TAB. 4 ZÁVAZKY PRŮMĚRNÉ AMERICKÉ DOMÁCNOSTI V USD.....	21
TAB. 5 VÝVOJ CEN NEMOVITOSTÍ V USA V LETECH 2001-2008 (VŽDY K LEDNU PŘÍSLUŠNÉHO ROKU) .....	22
TAB. 6 PŘEHLED MOŽNÝCH TRANŠÍ V RÁMCI SEKURITIZACE .....	24
TAB. 7 OBJEM NOVÝCH SEKURITIZACÍ V MLD. EUR V LETECH .....	28
TAB. 8 NEJVĚTŠÍ DRŽITELÉ JEDNOTLIVÝCH PRODUKTŮ SEKURITIZACE V LETECH 2006-2008 .....	29
TAB. 9 HODNOTA NOVĚ EMITOVANÝCH MBS, ABS A CDO V .....	29
TAB. 10 HODNOTY VYBRANÝCH AKCIOVÝCH INDEXŮ V LEDNU 2008 A 2009 .....	33
TAB. 11 HDP VYBRANÝCH ZEMÍ V ROCE 2008 – PROCENTNÍ ZMĚNA OPROTI .....	34
TAB. 12 MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI VE VYBRANÝCH ZEMÍCH V ROCE 2008 .....	34
TAB. 13 CELKOVÝ DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU A DEFICIT VLÁDNÍHO SEKTORU.....	39
TAB. 14 ZÁKLADNÍ ÚROKOVÉ SAZBY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK V LETECH 2008-2009 .....	42
TAB. 15 HARMONIZOVANÝ INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN – PROCENTNÍ ZMĚNA VZHEDEM KE STEJNÉMU OBDOBÍ PŘEDCHOZÍHO ROKU (SEZÓNĚ NEOČIŠTĚNO) .....	43
TAB. 16 POČET BANK NA ČESKÉM ÚZEMÍ PODLE VLASTNICTVÍ V LETECH 1990-2008.....	49
TAB. 17 VÝVOJ ZISKU Z FINANČNÍ A PROVOZNÍ ČINNOSTI A ZISKU PO ZDANĚNÍ V ČESKÉM BANKOVNÍM SEKTORU V LETECH 2004-2008 .....	51
TAB. 18 STRUKTURA FIXACÍ NOVÝCH ÚVĚŘŮ V ROCE 2007 (V %). .....	54
TAB. 19 HODNOTA MAJETKU JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ PODÍLOVÝCH FONDŮ A JEJICH PODÍL .....	57
TAB. 20 PRŮMYSLOVÉ UKAZATELE ČESKÉ REPUBLIKY V OBDOBÍ ZÁŘÍ-PROSINEC 2008.....	68
TAB. 21 PREDIKCE VÝVOJE HDP V ČR V POSLEDNÍM ROCE.....	70

## Seznam obrázků

OBR. 1 INDEX DJIA V ROCE 2008.....	14
OBR. 2 VÝVOJ REÁLNÉHO HDP V USA V LETECH 1995-2007 (STÁLÉ CENY ROKU 2000).....	15
OBR. 3 INDEX NASDAQ COMPOSITE – NEJVYŠŠÍ HODNOTY V LETECH 1995-2008.....	16
OBR. 4 VÝVOJ JEDNOTLIVÝCH KOMPONENT AMERICKÉHO HDP V LETECH 1998-2008 .....	17
OBR. 5 VÝVOJ FEDERÁLNÍ ÚROKOVÉ SAZBY V LETECH 1995-2008.....	17
OBR. 6 POMĚR ZADLUŽENÍ AMERICKÝCH DOMÁCNOSTÍ K HDP V LETECH 1996-2006.....	19
OBR. 7 VÝVOJ FEDERÁLNÍ ÚROKOVÉ SAZBY A SAZBY 6M LIBOR V OBDOBÍ 2000-2008.....	20
OBR. 8 MODEL IS-LM .....	44
OBR. 9 FINANCOVÁNÍ ÚVĚŘŮ PROSTŘEDNICTVÍM KLIENTSKÝCH VKLADŮ V LETECH 2004-2006 .....	50
OBR. 10 3M PRIBOR A 3M PRIBID V OBDOBÍ ČERVENEC-PROSINEC 2008.....	51
OBR. 11 POMĚR ÚVĚRY/HDP V ČR A V EUROZÓNĚ V LETECH 2002-2007.....	52
OBR. 12 CELKOVÁ VÝŠE BANKOVNÍCH A NEBANKOVNÍCH ÚVĚŘŮ DOMÁCNOSTEM V LETECH 2003-2007.....	53
OBR. 13 PODÍL JEDNOTLIVÝCH SKUPIN SUBJEKTŮ NA AKTIVECH FINANČNÍHO SEKTORU V ROCE 2007 (V %)..	56
OBR. 14 VÝVOJ HODNOTY MAJETKU V PODÍLOVÝCH FONDĚCH V LETECH 2002-2008.....	57
OBR. 15 VÝVOJ INDEXU PX V ROCE 2008 .....	59
OBR. 16 VÝVOJ REÁLNÉHO HDP ČR V LETECH 1996-2008 (STÁLÉ CENY ROKU 2000).....	60
OBR. 17 PŘÍSPĚVKY JEDNOTLIVÝCH KOMPONENT K VÝVOJI HDP V LETECH 2001-2008.....	61
OBR. 18 ROČNÍ MÍRY RŮSTU VÝVOZU A DOVOZU ČESKÉ REPUBLIKY V LETECH 2002-2008 .....	63
OBR. 19 VÝVOJ MÍRY NEZAMĚSTNANOSTI V JEDNOTLIVÝCH ČTVRTLETÍCH LET 2005-2009 .....	64
OBR. 20 MAGICKÝ ČTYŘÚHELNÍK PRO ČESKOU REPUBLIKU V LETECH 2007 A 2009 .....	67



## 1.0 Úvod

Současná hospodářská krize je hodnocena jako největší hospodářská krize od 30. let minulého století. Ačkoliv byl svět od té doby svědkem několika, převážně místních krizí, žádná z nich neměla potenciál ohrozit růst celosvětového HDP. Dalším specifickým současně krize je její poměrně rychlé přelití do všech sektorů ekonomiky a do všech částí světa.

Cílem práce je zanalyzovat příčiny současné krize, jejíž počátek můžeme spatřovat na americkém hypotečním trhu. Dále se práce zabývá celosvětovými dopady krize, a v neposlední řadě i dopady na českou ekonomiku, do které byla krize importována.

Diplomová práce má za cíl odpovědět na následující otázky:

1. **Je možné jednoznačně určit viníka krize?**
2. **Mají vládní a centrální autority možnost výrazně ovlivnit hospodářský výkon v době současné krize?**
3. **Má či bude mít krize bezprostřední vliv na Českou republiku?**

Kromě zodpovězení těchto otázek je snahou práce verifikovat následující hypotézu: **Současná ekonomická krize prokázala velmi vysoký stupeň integrace světové ekonomiky, v jehož důsledku mají národní autority jen omezenou možnost ovlivnit výkonnost svých ekonomik.**

S ohledem na dané otázky a formulovanou hypotézu byla stanovena následující struktura práce:

**Druhá kapitola** zmapuje počátek a vývoj současné krize, která nejdříve postihla hypoteční trh, a proto se hovořilo o krizi hypoteční. Následovalo přelití problémů do bankovního sektoru a na finanční trhy – odsud pojem krize finanční. Posledním stádiem je ekonomická krize, která se nevídaným tempem rozšířila prakticky do celého světa a výrazně ovlivňuje národní ekonomiky.

**Třetí kapitola** se zaměří na příčiny současné krize. Ačkoliv je v této souvislosti hovořeno o nevhodné politice realizované americkou centrální autoritou či o nedostatečné regulaci finančních trhů, možných příčin je mnohem více.

**Čtvrtá kapitola** zanalyzuje dopady krize v celosvětovém měřítku a rozebere protikrizová opatření realizovaná národními autoritami. Tato opatření mají společného jmenovatele v podobě expanzivní hospodářské politiky, avšak míra zásahů do ekonomiky se podstatně liší, v důsledku čehož jsou kladeny různé nároky na státní rozpočty.

**Pátá kapitola** zhodnotí dosavadní makroekonomický vývoj České republiky a vynasnaží se podat podrobnější popis těch částí národní ekonomiky, které jsou v současné době krizí postiženy nejvíce. Jedná se zejména o sekundární sektor ekonomiky, především pak zpracovatelský průmysl, jenž je výrazně negativně ovlivněn poklesem zahraniční poptávky. Neméně důležitý je rozbor dopadů krize na veřejný rozpočet.

**Závěrečná kapitola** bude kapitolou souhrnnou, jejímž úkolem bude verifikace hypotézy a zodpovězení úvodních otázek.

Kromě výše zmíněných kapitol je součástí práce i příloha obsahující stručný nástin Národního protikrizového plánu vlády.

Pro lepší orientaci ve vývoji jednotlivých ekonomických a dalších ukazatelů nezbytných pro nástin současné ekonomické situace, používá práce grafický aparát a ilustraci pomocí tabulek.

## 2.0 Geneze hypoteční krize v USA

### Náznaky krize

První informace o problémech na americkém hypotečním trhu se v České republice objevily v první polovině roku 2007, například v časopisu Ekonom v březnu onoho roku. V tu dobu zaznívaly názory, že krize postihla jen malou část amerického hypotečního trhu – hypotéky s tzv. adjustovatelnými splátkami<sup>1</sup>, a proto možné přelití problémů do dalších oblastí ekonomiky nebo mimo území Spojených států amerických nehrozí.

Následovaly informace o růstu počtu nesplácených hypotečních úvěrů v USA. V 1. čtvrtletí roku 2007 dosáhl počet nuceně ukončených hypotečních úvěrů hodnoty 0,58% z hodnoty všech poskytnutých (ihned.cz, 2007a).

Ve 3. čtvrtletí 2007 počet nově zahájených exekucí na celkovém počtu poskytnutých hypoték činil 0,78% (ihned.cz, 2007b).

### Otřesy bankovního systému

Další otřesy bankovního systému proběhly v následujícím roce – 2008.

V březnu 2008 došlo k převzetí 5. největší investiční banky USA – Bear Stearns konkurenční JP Morgan Chase & Co.

V srpnu 2008 vyhlásila bankrot a následnou likvidaci americká nezávislá hypoteční banka Indy Mac. Již o měsíc dříve musela být uzavřena, protože nestačila čelit náporu svých klientů, kteří začali ve velkém vybírat své vklady.

Další pády bank následovaly v září 2008. Pády největších amerických bank uvádí tab. 1.

---

<sup>1</sup> Hypotéky, jejichž úrokové sazby se každoročně mění s ohledem na vývoj úrokových sazeb na trhu.

Tab. 1 Pády vybraných amerických bank v roce 2008

<b>Datum</b>	<b>Název banky</b>	<b>Situace banky</b>	<b>Pokles cen akcií v %</b>
16.3.2008	Bear Stearns	Převzata bankou JP Morgan	81%
11.7.2008	Indy Mac	Zkrachovala	100%
15.9.2008	Lehman Brothers	Zkrachovala	100%
15.9.2008	Merill Lynch	Převzata bankou Bank of America	65%
26.9.2008	Mashington Mutual	Zkrachovala	100%
29.9.2009	Wachovia	Převzata bankou Citigroup	99%

*Zdroj: Ihned.cz, 2008a*

S problémy se začaly potýkat i další americké banky v tabulce neuvedené. Většinou musely odepsat velké části svých aktiv, a proto se dnes potýkají se ztrátami nebo přinejmenším poklesy zisků. Nejčastěji zmiňovanými problémovými bankami jsou Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs nebo pojišťovna AIG.

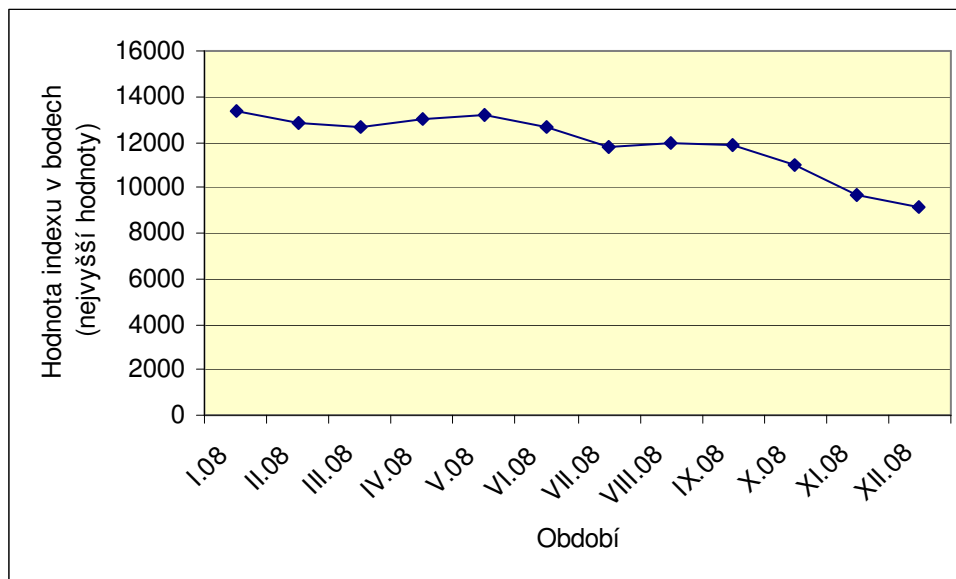
### **Problémy hypotečních agentur**

Pravděpodobně největší ránou pro americký bankovní trh bylo rozhodnutí americké Federální agentury pro financování bydlení (Federal Housing Finance Agency) o uvalení nucené správy na hypoteční agentury Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) a Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Tyto agentury se zabývají odkupem hypotečních úvěrů od bank a poskytují tak prostředky pro financování hypoték. Garantují asi 40% všech hypotečních úvěrů poskytnutých v USA, tedy částku v hodnotě cca 5,5 bil. amerických dolarů (Finance.cz, 2008).

### **Přelití krize do ostatních částí ekonomiky**

Události, které v USA probíhaly od září 2008, se již neodehrávaly jen na hypotečním trhu. Přesunuly se na celý americký bankovní sektor. Z něho se krize šířila dál, především na akciové trhy. Posléze se začalo hovořit o finanční krizi. Reprezentativní index newyorské burzy – Dow Jones Industrial Average (DJIA) zaznamenal následkem zmíněných otřesů na bankovním trhu značný pokles, což ilustruje obr. 1. Jedná se o nejvyšší hodnoty, kterých index v daném období dosáhl. Mezi říjnem a listopadem 2008 klesl z hodnoty 11 022 bodů

na 9 711 bodů, což představovalo pokles o téměř 13,5 procentního bodu. Tak výrazný propad byl v předchozích deseti letech nevídaný.



Obr. 1 Index DJIA v roce 2008

Zdroj: Econstats.com, 2009a

### Vznik globální ekonomické krize

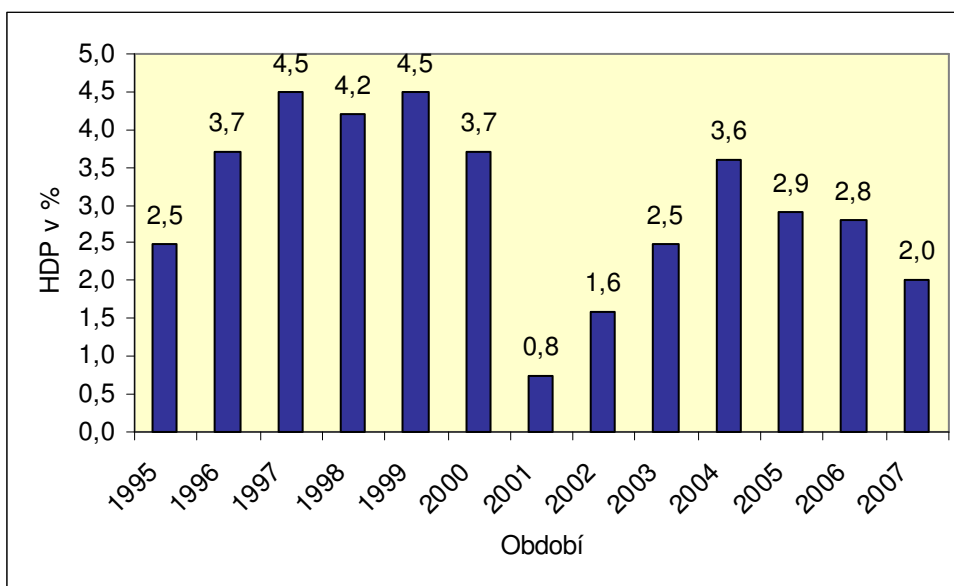
Na podzim 2008 se díky současné propojenosti jednotlivých národních ekonomik a především pak kapitálových trhů začala krize poměrně rychlým tempem přesouvat ze Spojených států do ostatních částí světa. Postupně docházelo k propadům na burzách od New Yorku, přes Londýn až po Tokio. Londýnský index FTSE100 zaznamenal v září pokles o 13 procentních bodů, následující měsíc o dalších 10 p.b. Obdobně na tom byl i Tokijský index NIKKEI225. V září ztratil 13 p.b. a v říjnu dokonce téměř 24 p.b. (Econstats.com, 2009b). To už se na každém kroku skloňovalo spojení globální ekonomická krize, která v posledním čtvrtletí roku doputovala i do České republiky, kde v současné době ovlivňuje celou reálnou ekonomiku.

### 3.0 Příčiny americké hypoteční krize

#### 3.1 Politika Federálního rezervního systému

##### Hrozící recese americké ekonomiky na přelomu tisíciletí

S hypoteční krizí v USA bezprostředně souvisí politika americké „centrální banky“ (Federal Reserve System – FED) na počátku tohoto tisíciletí, kdy se snažila zabránit hrozící ekonomické recesi. Hrubý domácí produkt totiž v roce 2001 vzrostl o pouhých 0,75%, což bylo o mnoho méně než v předchozích letech. Průměrné tempo růstu HDP v období 1996 – 1. pol. 2000 činilo 4,6% (Revenda, Zbyněk, 2001: s. 707). Růst reálného HDP v USA v jednotlivých letech je znázorněn na obr. 2.



Obr. 2 Vývoj reálného HDP v USA v letech 1995-2007 (stálé ceny roku 2000)

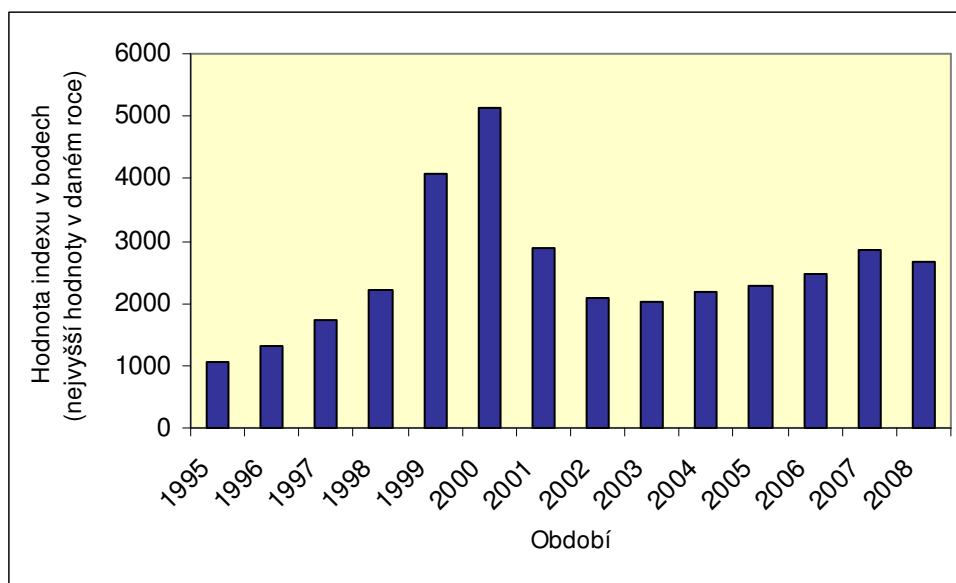
Zdroj: Econstats.com, 2009c

##### Splasknutí technologické bubliny

Na pokles tempa růstu amerického HDP mělo velký vliv splasknutí investiční bubliny, především na technologickém a telekomunikačním trhu.

Pro 90. léta byl typický velký rozvoj nových technologií, především pak internetu a mobilních sítí. Panoval tedy názor, že investice do těchto oborů budou v krátkém časovém

horizontu přinášet vysoké zisky. Proto také velké množství Američanů investovalo do akcií technologických firem, které neustále získávaly na hodnotách. Později se však ukázalo, že tržní hodnoty akcií neodpovídaly skutečným hodnotám firem, a proto následoval propad cen akcií. Situaci na technologickém trhu ilustruje vývoj indexu NASDAQ Composite na obr. 3.



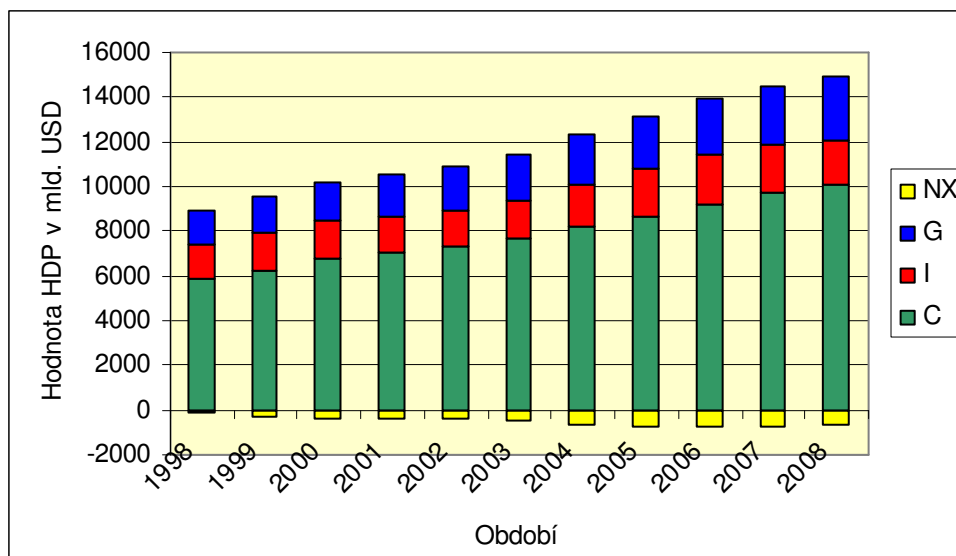
Obr. 3 Index NASDAQ Composite – nejvyšší hodnoty v letech 1995-2008

*Zdroj: Econstats.com, 2009d*

Během jednoho roku vzrostl index téměř na dvojnásobek. V roce 1998 byla jeho nejvyšší hodnota 2 200 bodů, v roce 1999 to již bylo 4 090 bodů. V roce 2000 pak dosáhl svého maxima, když v březnu překročil hranici 5 000 bodů.

Během následujícího roku (2001) se technologický trh v USA výrazně propadl a hodnota indexu se vrátila pod hranici 3 000 bodů a nadále klesala.

Následkem propadu cen akcií část technologických firem zbankrotovala, další omezily investice do nových technologií. Důkazem je meziroční pokles hrubých investic v letech 2001 a 2002 o 7, resp. 2 procentní body. Ve stejném období také došlo k meziročnímu poklesu exportu, v průměru o 4,2 p.b. ročně. Údaje o struktuře amerického HDP jsou uvedeny na obr. 4.

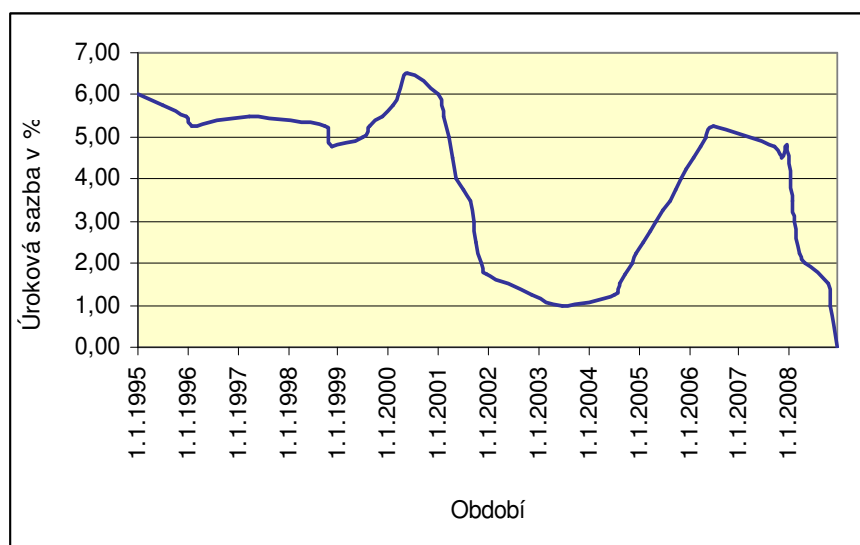


Obr. 4 Vývoj jednotlivých komponent amerického HDP v letech 1998-2008

Zdroj: BEA, 2009

### Snížení úrokových sazeb

FED jako nástroj proti možné recesi zvolil razantní snížení úrokových sazeb, jehož smyslem bylo zvýšení množství peněz v ekonomice. Do té doby FED naopak preferoval politiku sazeb vysokých. Federální úroková sazba (Federal Funds Rate) na konci roku 2000 činila 6,5%, v roce 2001 už to bylo jen 1,75% a později dokonce ještě klesla, a to až na pouhé 1%. Vývoj federální úrokové sazby dokládá obr. 5.



Obr. 5 Vývoj federální úrokové sazby v letech 1995-2008

Zdroj: Federal Reserve System, 2008a



Snížení úrokových sazeb skutečně pomohlo Spojeným státům vymanit se z hrozící recese, přineslo však i některé negativní jevy, které vyústily v současnou globální krizi.

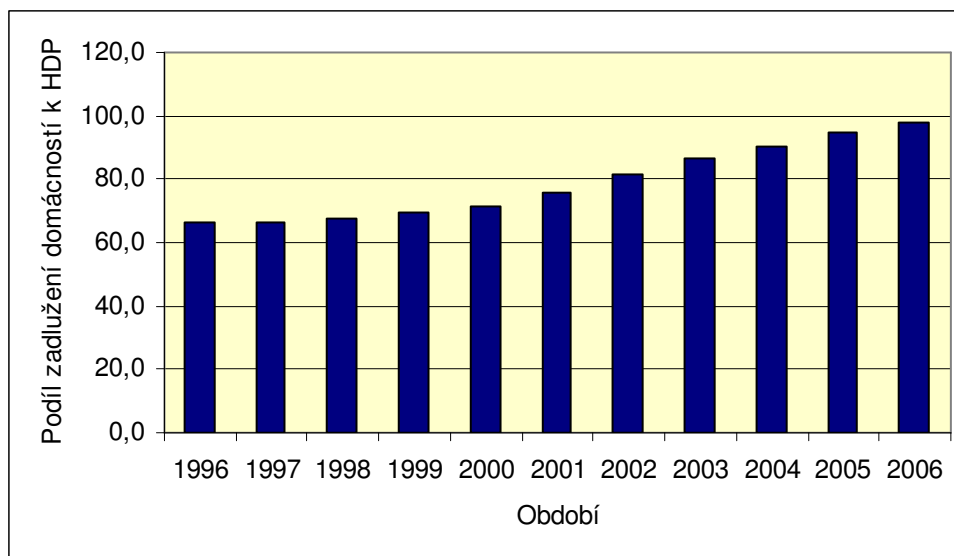
Růst amerického HDP je z velké části tvořen spotřebou domácností, jak je vidět na obr. 4. V posledních letech se podíl spotřeby domácností na HDP pohybuje okolo 70%. Proto bylo snížení sazeb zřejmě mířeno právě na sektor domácností, kterým se tak otevřely dveře k levným úvěrům. Jestliže se počet nově vznikajících dluhů domácností zvyšoval v letech 1996-2000 v průměru o 7,6% ročně, v následujícím pětiletém období nízkých úrokových sazeb (2001-2005) to již bylo o 10,9% ročně. Ještě markantněji rostl počet nově poskytnutých hypoték pro domácnosti. V prvním ze zmíněných období to bylo průměrně o 7,7% ročně, v období 2001-2005 již nárůst nově poskytnutých hypoték sektoru domácností činil v průměru 13%. Údaje o zadlužení domácností ilustruje tab. 2.

Tab. 2 Zadlužení amerických domácností v letech 1996-2006

<b>Rok</b>	<b>Dluhy domácností v mld. USD.</b>	<b>Hypotéky v mld. USD</b>
1996	5193,1	3539,8
1997	5494,3	3755,9
1998	5920,3	4057,5
1999	6416,1	4435,2
2000	7010,7	4820,9
2001	7682,9	5327,8
2002	8513,7	6034,2
2003	9500,1	6886,0
2004	10576,0	7838,6
2005	11747,1	8879,3
2006	12916,3	9843,4

*Zdroj: Federal Reserve System, 2008b*

Rostoucí zadlužení amerických domácností dokládá i zadlužení domácností v poměru k HDP na obr. 6, které se v roce 2006 pohybovalo těsně pod hranicí 100%.



Obr. 6 Poměr zadlužení amerických domácností k HDP v letech 1996-2006

Zdroj: *Economagic.com*, 2008

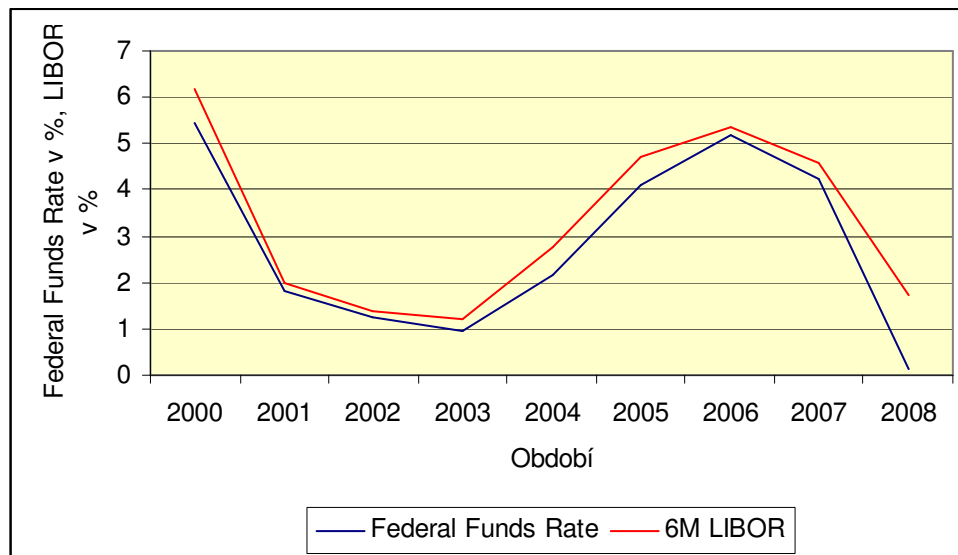
Americké podniky sice tradičně získávají velkou část prostředků z cizích zdrojů, ale jen menší část pochází z bankovních úvěrů. Nejvíce finančních zdrojů pro podniky pochází z emise podnikových dluhopisů.

### Podstandardní (Subprime) hypotéky

Kromě klasických hypotečních úvěrů s fixní úrokovou sazbou jsou v USA poskytovány i tzv. subprime hypotéky (hypotéky s adjustovatelnými splátkami), při jejichž poskytnutí banky příliš nehledí na úvěrovou minulost žadatele. Česky se dají nazvat jako podstandardní hypotéky. Poskytnutím takové hypotéky se zvyšuje úvěrové riziko pro banku, a proto jsou tyto hypotéky zpravidla úročeny vyšší úrokovou sazbou, než je klasická prime rate.

Nejběžnějším typem subprime hypotéky je hypotéka s tzv. adjustovatelnou sazbou (Adjustable Rate Mortgage – ARM). Její úroková sazba je zpočátku (zpravidla 1, 2 nebo 3 roky) fixní a poté se mění na sazbu variabilní. Ta reaguje na určitý index, např. LIBOR (London Interbank Offered Rate) nebo COFI (Cost of Funds Index). Banky také publikují tzv. Prime Lending Rate, kterou používají namísto indexu. Index či sazba jsou posléze navýšeny o rizikovou prémii pro banku. Pro úročení ARM je v USA často používán

6tíměsíční LIBOR (6M LIBOR) v USD. Trend vývoje federální úrokové sazby a sazby LIBOR je srovnatelný, LIBOR je zpravidla vyšší, jak je vidět na obr. 7.



Obr. 7 Vývoj federální úrokové sazby a sazby 6M LIBOR v období 2000-2008

Zdroj: Econstats.com, 2009e

Pokud si tedy americká domácnost vzala hypoteční úvěr s fixací na 1 rok v 1. čtvrtletí roku 2002, byl úročen fixní sazbou 5,06% p.a. Po uplynutí fixační doby (po 1. čtvrtletí 2003) přešel úvěr na variabilní úročení. Pokud byl základnou pro výpočet variabilní úrokové sazby LIBOR, který v tu dobu činil 1,23%, úroková sazba daného úvěru by ještě poklesla – na 4%, protože marže bank v tu dobu činila v průměru 2,77%. Protože se však sazba LIBOR v dalších letech zvyšovala, rostla postupně i výše úrokových sazeb ARM. Např. na konci 1. čtvrtletí 2007 již variabilní úroková sazba pro ARM činila 8,37%. Vývoj sazby 6M LIBOR v amerických dolarech a průměrné marže bank ilustruje tab. 3.

Tab. 3 Vývoj variabilní úrokové sazby u ARM v letech 2003-2007

OBDOBÍ	6M LIBOR (v %)	MARŽE BANKY (v %)	VARIABILNÍ ÚROKOVÁ SAZBA ARM (v %)
1.Q. 2003	1,23	2,77	4,0
1.Q. 2004	1,16	2,77	3,93
1.Q. 2005	3,4	2,77	6,17
1.Q. 2006	5,6	2,77	8,37
1.Q. 2007	5,3	2,76	8,06

Zdroj: Econstats.com, 2009

Econstats.com, 2009f

Je patrné, že se výše splátek u ARM od roku 2004 postupně zvyšovala. Některé americké domácnosti zřejmě neuvažovaly možnost růstu úrokových sazeb a s ní spojené riziko své nesolventnosti. Ještě více zarážející je přístup amerických bank. Musely předpokládat, že úrokové sazby nezůstanou na tak nízké úrovni donekonečna a že se tak poskytováním hypotečních úvěrů domácnostem, jejichž příjmy sotva postačují na splátky při nízkých úrokových sazbách, vystavují přílišnému úvěrovému riziku.

Kromě hypoték mají americké domácnosti i další dluhy. Zadlužení průměrné americké domácnosti v roce 2008 je vidět v tab. 4.

Tab. 4 Závazky průměrné americké domácnosti v USD

DLUH CELKEM		117 952
Z toho:	Hypotéky	84 911
	Automobil, školné	14 414
	Kreditní karty	8 565
	HEL <sup>2</sup>	10 062

Zdroj: New York Times, 2008

---

<sup>2</sup> Home Equity Loans, úvěry poskytnuté oproti zástavě vybavení domácnosti. Používají se např. k financování oprav v domácnosti, plateb za lékařskou péči nebo vzdělání.

## Rostoucí ceny nemovitostí

Tím, že FED umožnil lidem půjčovat si téměř na cokoliv s nízkým úrokem, získala velká část Američanů možnost pořídit si vlastní bydlení. Proto výrazně vzrostla poptávka po nemovitostech, což se projevilo jejich rostoucími cenami napříč Spojenými státy. Tempo, kterým ceny nemovitostí ve vybraných amerických městech rostly, ukazuje tab. 5. Jedná se o sezónně neočištěný růst cen nemovitostí v procentních bodech, přičemž cena v lednu 2000 představovala 100%.

Tab. 5 Vývoj cen nemovitostí v USA v letech 2001-2008 (vždy k lednu příslušného roku)

<b>ROK</b>	<b>Boston (Maine)</b>	<b>Chicago (Illinois)</b>	<b>Denver (Colorado)</b>	<b>Los Angeles (Kalifornie)</b>	<b>Miami (Florida)</b>	<b>Phoenix (Arizona)</b>	<b>Washington (D.C.)</b>
2001	117,67	108,35	114,75	110,88	110,28	105,93	112,73
2002	129,93	116,96	121,30	121,45	124,52	111,61	125,99
2003	146,79	126,77	124,81	144,27	143,78	117,10	145,19
2004	158,54	137,65	127,20	177,01	164,82	126,61	167,79
2005	173,43	149,69	132,34	219,41	205,42	155,49	208,63
2006	178,17	163,98	137,42	265,92	268,25	221,81	247,70
2007	168,27	167,52	135,86	268,68	279,42	220,20	238,85
2008	162,59	156,42	128,96	224,41	225,40	180,06	213,20

*Zdroj: Standard & Poor's, 2009*

V některých lokalitách vzrostly ceny nemovitostí během zhruba šesti let i o více než 160% a poté začaly postupně klesat, z čehož lze usuzovat na vznik a poté splasknutí cenové bubliny. To přineslo problémy jak obyčejným lidem, kteří tyto nemovitosti spláceli, tak bankám a především pak investorům, kteří koupili cenné papíry, které byly těmito nemovitostmi kryty.

## 3.2 Sekuritizace

### **Sekuritizace jako reakce bank na přísné regulace**

Druhou možnou příčinou současné ekonomické krize je proces nazývaný sekuritizace, kterým bankovní trh reagoval na přísnou bankovní regulaci a který neodmyslitelně souvisí s úvěrováním.

Banky musí mimo jiné dodržovat určitá základní pravidla činnosti, mezi které patří především přiměřenost likvidity, pravidla úvěrové angažovanosti nebo kapitálová přiměřenost. Pravidla likvidity bance ukládají držet takovou strukturu aktiv a pasiv, aby neztratila schopnost dostát svým závazkům. Pravidlo angažovanosti pak stanoví určitá procenta pro některé druhy úvěrů či jiných pohledávek na celkových aktivech banky, která nesmí být překročena. Kapitálová přiměřenost je hodnocena prostřednictvím ukazatele Capital-Assets Ratio (kapitálový standard) nebo nověji prostřednictvím McDonough Ratio. Pravidla výpočtů byla stanovena Basilejským výborem bankovního dohledu. Oba ukazatele stanoví poměr vlastního kapitálu banky k vybraným skupinám jejích aktiv. Ty jsou Basilejským výborem přesně definovány. Pokud tedy banka nemá možnost zvýšit vlastní kapitál, nemohla by ani poskytovat další úvěry, protože by se její kapitálová přiměřenost dostala pod stanovenou mez. Právě pomocí sekuritizace však část svých pohledávek postoupí investorům a tím si vytvoří prostor pro poskytování nových úvěrů, protože dojde ke snížení aktiv beze změn na straně pasiv.

### **Podstata sekuritizace**

Sekuritizace znamená finanční proces, prostřednictvím kterého jsou nelikvidní aktiva jako např. hypotéky, spotřebitelské úvěry, úvěry z kreditních karet, půjčky na studium nebo úvěry malým a středním podnikům, z nichž plynou známé nebo odhadnutelné příjmy, převedena na obchodovatelné cenné papíry. Ty jsou posléze prodány investorovi. Název je odvozen od anglického slova securities (cenné papíry), protože právě cenné papíry jsou používány k získání kapitálu.

Cenné papíry, které jsou výsledkem sekuritizačního procesu, se nazývají jako cenné papíry zajištěné aktivy (Asset Backed Securities, ABS). Sekuritizace je proto také označována

jako proces vedoucí k emisi ABS. Tu pro banku zajišťují tzv. jednotky pro speciální účely (Special Purpose Vehicles, SPV). Jedná se o účelové jednotky založené pouze pro určitý typ operací, např. právě pro sekuritizaci nebo pro operační leasing. Výhodou pro zakládající společnost – banku je, že pomocí SPV oddělí danou operaci od vlastního účetnictví.

Obvykle se do ABS nezahrnují cenné papíry zajištěné hypotékami, některé zdroje tyto cenné papíry označují jako speciální druh ABS. O cenných papírech zajištěných hypotékami (Mortgage Backed Securities, MBS) pojednává tato práce v dalším textu.

V praxi sekuritizace probíhá tak, že banka převede část pohledávek za svými klienty (již zmíněné spotřebitelské úvěry či úvěry menším podnikům) na jinou jednotku – SPV, která emituje cenné papíry kryté těmito pohledávkami či aktivy – ABS, a ty posléze prodá investorům.

## Tranšování

Pohledávky či dluhy klientů bank nejsou převáděny na SPV jednotlivě, nýbrž jsou slučovány do větších souborů. Tento soubor dluhů je posléze rozdělen na několik dílů či tříd nazývaných tranše. Tranší může být několik – minimálně dvě, případně i více než pět. Označení možných tranší popisuje tab. 6.

Tab. 6 Přehled možných tranší v rámci sekuritizace

České označení	Anglické označení
Přednostní tranše	Senior Tranche
Střední tranše	Mezzanine Tranche
Podřízená tranše	Junior Tranche
Akciová tranše	Equity Tranche, First Loss Tranche

*Zdroj: Jílek, 2006*

Podstatou sekuritizace tedy je, že investor nekupuje jeden konkrétní dluh, ale vždy určitý podíl na větším počtu dluhů, který je vyjádřen právě tranší. Tím dochází k určité

diverzifikaci rizika, protože návratnost investice nezávisí pouze na bonitě jednoho původního dlužníka.

Jednotlivé tranše se mezi sebou liší prioritou splácení a také rizikem, které je s nimi spojeno. Nejvyšší tranše v tab. 6 jsou spojeny s nejnižším rizikem, protože právě od nich začíná splácení jistiny. Největší úvěrové riziko je naopak spojeno s nejnižšími tranšemi, tedy akciovou, resp. podřízenou. Všechny tranše s výjimkou akciové obvykle vyplácejí pevné nebo proměnlivé úrokové platby, např. senior tranše 1% nad státními dluhopisy. Akciová tranše většinou vyplácí rozdíl, který zbude po uspokojení majitelů vyšších tranší.

První dvě tranše většinou tvoří 80-85% sekuritizovaného objemu aktiv, podřízená tranše 10-15% a akciová 1-10%. Minimální objem aktiv pro sekuritizaci činí v Evropě 100 mil. eur, v USA je hodnota ještě vyšší, a to 1 až 6 mld. USD.

Uvažujme sekuritizaci o celkové hodnotě 1 mld. USD. Hodnota prvních dvou tranší bude 80%, podřízené tranše 15% a akciové 5% z celkového objemu. Protože jsou si tranše navzájem podřízené, dochází k výplatě úroků a jmenovitých hodnot dluhopisů od nejvyšší tranše po nejnižší. Pak se v situaci, kdy skutečné platby od původních dlužníků budou například o 15% nižší než platby předpokládané – část dlužníků přestane hradit své závazky, sníží platby investorům, kteří cenné papíry nakoupili, resp. někteří z nich přijdou o své investice zcela. V tomto modelovém příkladu by to znamenalo, že držitel cenných papírů z akciové tranše, kterým je většinou původce, nezíská ani dolar a držitelům cenných papírů z podřízené tranše by se vrátilo jen 5% z jmenovité hodnoty.

### **Zajištění sekuritizovaných cenných papírů**

Aby byly tranše prodejné, jsou opatřovány ratingovým hodnocením. Nejvyšší tranše mají většinou hodnocení AAA, nejnižší – akciová tranše je bez ratingového hodnocení. Proto se jí jen málokdy podaří prodat a většinou zůstává původci, tedy bance, resp. jí založené SPV. Tak vlastně poskytuje původce investorům do ostatních tranší určitou formu zajištění, protože v případě nesolventnosti původního dlužníka tato tranše absorbuje ztráty jako první, jak ukázal modelový příklad v předcházejícím odstavci.



Někdy ani dobré ratingové hodnocení cenných papírů nepostačuje k tomu, aby byly prodány, a proto banky přistupují k dalšímu zajištění v podobě prodeje daných cenných papírů s rekurzem. To znamená, že již při jejich prodeji na sebe banka přebírá riziko, že v případě nesolventnosti dlužníka, sama uspokojí investora. Za normálních okolností jsou totiž úroky a jmenovité hodnoty dluhopisů placeny z peněžních toků, které přicházejí od dlužníků.

Jelikož první tranše mívají nejvyšší ratingová hodnocení (AAA) a jsou nejpočetnější, investoři je kupují s domněním, že se jedná o poměrně bezpečnou investici, za kterou navíc v případě prodeje s rekurzem ručí banka. Bohužel tak vlastně kupují zajíce v pytli, protože původní podkladová aktiva mají obvykle velmi špatná hodnocení. Většinou se jedná o úvěry, o kterých banka pochybuje, že budou splaceny. S pomocí sekuritizace je těmto stejným aktivům přiřazen vyšší rating, a jsou tak snáze prodejné.

### **Druhotná sekuritizace**

Počátek sekuritizace je datován do 70. let minulého století, k jejímu velkému využívání však došlo až koncem 90. let minulého století, kdy se začaly objevovat tzv. zajištěné dluhové obligace (Collateralized Debt Obligations, CDO). Jedná se v podstatě o produkty druhotné sekuritizace, protože podkladovým aktivem pro sekuritizaci jsou zde cenné papíry zajištěné aktivy (ABS), tedy již jednou sekuritizovaná aktiva.

### **Financování hypotečních úvěrů**

K financování hypotečních úvěrů používají americké banky nejčastěji postupované cenné papíry. Ty buď emitují prostřednictvím za tímto účelem zřízených SPV nebo využívají speciálních agentur, kterým svá portfolia hypotečních úvěrů prodají. Ty pak vystaví cenné papíry (Mortgage Backed Securities, MBS) a z prostředků získaných jejich prodejem uhradí úvěry bankám. Takto vydané cenné papíry jsou tedy zajištěny hypotékou nebo souborem hypoték, které tak vlastně tvoří podkladové aktivum pro daný cenný papír. Tzn., pokud požádá klient banky o hypoteční úvěr, banka mu půjčí a prostředky pro financování úvěru získá prostřednictvím cenných papírů prodaných investorovi. Banka tak vlastně slouží jako zprostředkovatel mezi svým klientem a investičním trhem.

## **Hypoteční agentury – podpora bydlení v USA**

Ve Spojených státech existují tři velké fondy či agentury, které od bank hypoteční úvěry pravidelně kupují. Umožňují tak bankám vyjmout zmíněné úvěry z rozvah a zvyšují tak jejich úvěrové možnosti. Jedná se o Fannie Mae, Freddie Mac a Státní národní hypoteční asociaci (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae). Všechny agentury byly založeny americkým Kongresem. Do současnosti zůstala státní pouze Ginnie Mae. Fannie Mae a Freddie Mac přešly do soukromých rukou, přesto jsou označovány jako agentury sponzorované vládou (Government Sponsored Enterprises, GSE), a proto jsou jimi vydané dluhopisy sloužící k financování bankovních hypoték považovány za téměř stejně bezpečné jako dluhopisy emitované americkou vládou. Ta se však za jejich závazky nikdy nezaručila. Hypoteční dluhopisy označované jako MBS (Mortgage Backed Securities) mají oproti klasickým ABS popisovaným výše odlišný způsob splácení. Platby totiž nejsou vypláceny podle priority tranší ale proporcionálně.

Původním účelem agentur bylo zvýšení dostupnosti vlastního bydlení pro americké občany. Proto také v době nízkých úrokových sazeb, kdy se výrazně zvýšila poptávka po hypotékách, vykupovaly ve velkém bankami poskytnuté úvěry a k jejich financování používaly zmíněné MBS.

V roce 2000 byly v USA poskytnuty hypotéky domácnostem v celkové hodnotě 385,7 mld. USD, v roce 2003 to již bylo 857,8 mld. USD, což představuje nárůst o 122% (Viz tab. 2 Zadlužení amerických domácností v letech 1996-2006).

Podstandardní či druhořadé (subprime) hypotéky tvoří v současnosti zhruba 12% všech poskytnutých. Celková částka nesplacených hypotečních úvěrů, které byly v USA dosud poskytnuty, činí asi 12 bil. USD.

Protože banky mohly pomocí výše zmíněného mechanismu přenášet rizika a možné ztráty na agentury, uvolnily úvěrové podmínky. Zmíněné ztráty způsobené rostoucí nesolventností dlužníků a klesajícími cenami nemovitostí se však postupně hromadily v agenturách, a ty se v roce 2008 propadly do rekordní ztráty 14 mld. USD (Česká televize, 2008a). Krach některé z nich by podle tehdejšího ministra financí Paulsona způsobil kolaps

finančního systému na celém světě, a proto se americká vláda rozhodla obě agentury převzít.

## Objemy sekuritizace

Objem sekuritizovaných aktiv ve Spojených státech a v Evropě ukazuje tab. 7.

Tab. 7 Objem nových sekuritizací v mld. eur v letech  
2000-2008 v USA a v Evropě

Rok	USA	Evropa
2000	1088	78,2
2001	2308,4	152,6
2002	2592,7	157,7
2003	2914,5	217,3
2004	1956,6	243,5
2005	2650,6	327
2006	2455,8	481
2007	2147,1	453,7
2008	933,6	711,1

*Zdroj: European Secutisation Forum, 2008, s. 3*

Produkty sekuritizace si vysloužily vysokou oblibu u investorů po celém světě, kromě amerických bank do nich investovaly i velké evropské banky, penzijní fondy nebo životní pojišťovny. Největší držitelé sekuritizovaných cenných papírů v letech 2006-2008 jsou uvedeny v tab. 8. Tab. 9 pak uvádí hodnotu nově emitovaných MBS, ABS a CDO v letech 2006-2008.

Tab. 8 Největší držitelé jednotlivých produktů sekuritizace v letech 2006-2008

<b>2006</b>	<b>MBS</b>	<b>ABS</b>	<b>CDO</b>
1.	Royal Bank of Scotland	Citi	Merill Lynch
2.	Lehman Brothers	Deutsche Bank AG	Citi
3.	Bear Stearns	Merill Lynch	Deutsche Bank AG
<b>2007</b>			
1.	JP Morgan	JP Morgan	Citi
2.	Barclays Capital	Citi	Merill Lynch
3.	RBS	Barclays Capital	JP Morgan
<b>2008</b>			
1.	Barclays Capital	JP Morgan	JP Morgan
2.	Credit Suisse	Citi	Morgan Stanley
3.	Bank of America	Bank of America	Deutsche Bank AG

*Zdroje: Thomson Reuters, 2007, s. 4, 6*

*Thomson Reuters, 2008, s. 4, 6*

Tab. 9 Hodnota nově emitovaných MBS, ABS a CDO v mld. USD v letech 2006-2008

	<b>MBS</b>	<b>ABS</b>	<b>CDO</b>
<b>2006</b>	1452	1544	477
<b>2007</b>	1344	1118	442
<b>2008</b>	236	34	5

*Zdroje: Thomson Reuters, 2007, s. 4, 6*

*Thomson Reuters, 2008, s. 4, 6*

### 3.3 Rating

Se sekuritizací je neodmyslitelně spojen rating. Právě na hodnocení ratingových agentur závisí prodejnost sekuritizovaných cenných papírů. Pokud je určitá tranše ohodnocena vysokým ratingem, je snazší ji prodat za výhodnou cenu na rozdíl od tranše s horším ratingem. Vzhledem k tomu, že se bonita amerických dlužníků v posledních letech rychle zhoršovala, stávaly se na ně napojené cenné papíry rizikovější. Ratingové agentury však

nebyly schopny na toto patřičně reagovat, a proto využití jejich informací mnohdy přesvědčilo investora pro investici, která se později ukázala jako nevýhodná a přinesla ztráty. Agentury podle všeho neměly dostatek relevantních informací a neuvažovaly možný pokles cen nemovitostí.

### 3.4 Nadměrná úvěrová angažovanost

Z analýzy na počátku této kapitoly vyplývá, že k současné ekonomické krizi přispěla také nadměrná úvěrová angažovanost amerických bank patrná z rostoucího zadlužení amerických domácností (Viz Tab. 2 Zadlužení amerických domácností v letech 1996-2006). K tomuto významně přispělo i rozhodnutí Americké komise pro cenné papíry (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC), na základě kterého byl pro investiční banky s kapitálem přesahujícím 5 mld. USD snížen požadavek poměru dluhu k čistému kapitálu (Debt to Net Capital Ratio). Původně činil 12:1, nově pak až 40:1. Bankám tak byl umožněn rekordní růst zisku, avšak na úkor stále se zvyšujícího rizika.

### 3.5 Spekulace, psychologický faktor

Jako příčiny ekonomické krize jsou také neopomenutelné nadměrné spekulace, které do značné míry přispěly k enormnímu růstu cen nemovitostí v USA počátkem tisíciletí, a v neposlední řadě i psychologický faktor. Řada lidí totiž podlehla euforii spojené s růstem americké ekonomiky, a proto nadměrně investovala a zadlužovala se.

## 4.0 Celosvětové dopady krize

### 4.1 Bankovní sektor, finanční trhy

Z předchozí kapitoly plyne, že jako první byla krizí zasažena oblast amerického a posléze i evropského bankovníctví. Velká část bank se potýkala s nedostatkem likvidity a vznikla tak nedůvěra k této části ekonomiky jako celku, i když ne všechny banky se dostaly do problémů.

#### **Toxická aktiva**

Dodnes však můžeme jen spekulovat, jak velký podíl tzv. toxických aktiv jednotlivé banky a další instituce nakoupily. Jako toxická aktiva jsou označovány finanční produkty vzniklé zejména sekuritizací, které rychle ztratily na svých hodnotách. Finanční instituce nakoupivší tato aktiva s vidinou vysokého zisku, je proto budou muset odepsat a tím se pochopitelně sníží jejich ziskovost.

Podle odhadů Mezinárodního měnového fondu by hodnota toxických aktiv, které mají původ ve Spojených státech, mohla dosáhnout až 2,7 bil. USD. Některé zdroje hovoří i o vyšších číslech. Rozporuplnost názorů dokládá, že přesnou hodnotu těchto aktiv není možné vyčíslit, stejně tak není možné rozpoznat, jakou část z nich která banka vlastní. Banky totiž s ohledem na své hospodářské výsledky nejsou ochotny tyto informace sdělovat, resp. sdělují či odepisují jen ta aktiva, u nichž je to skutečně nevyhnutelné.

#### **Mezibankovní trh**

I proto zejména ve Spojených státech panuje nedůvěra k celému bankovnímu systému, jejímž důsledkem je „zamrznutí“ mezinárodního mezibankovního trhu. Mezibankovní trh slouží bankám jako zdroj likvidity v případě, že jí mají nedostatek, resp. jako úschovna peněžních prostředků, pokud jich mají naopak přebytek. Největším centrem mezibankovního trhu je Londýn, kde sídlí Britská bankovní asociace (British Bankers' Association) vyhlášující referenční sazbu LIBOR. Ta je stanovena vždy pro několik splatností, buď jako jednodenní (overnight), týdenní (1W), dvoutýdenní (2W), jedno- (1M) až dvanáctiměsíční (12M) a pro několik měn, např. americký dolar, euro či britskou libru.

Za normálních okolností sazby mezibankovního trhu v podstatě kopírují sazby vyhlášené centrálními bankami, což potvrzuje i obr. 7 zobrazující vývoj americké úrokové sazby vyhlášené FEDem a šestiměsíčního LIBORu vyhlášeného v amerických dolarech.

Ještě v roce 2007 byl průměrný rozdíl mezi federální úrokovou sazbou a šestiměsíčním LIBOREm 0,23%. V 1. čtvrtletí 2007 byla FEDem nastavená úroková sazba 5,25% a na základě 6M LIBORu si banky navzájem půjčovaly za sazbu 5,37%, tedy jen o málo vyšší. Zvrat nastal v roce 2008, zejména pak v jeho 2. polovině. Od konce dubna 2008 platila federální úroková sazba ve výši 2%. V říjnu byla snížena hned dvakrát, nejdříve na 1,5% a poté koncem měsíce na 1%. Vývoj mezibankovní sazby 6M LIBOR byl však v důsledku nedůvěry v bankovním segmentu zcela odlišný. Ve 3. čtvrtletí 2008 byl 6M LIBOR o 1,25% vyšší než federální úroková sazba, ve 4. pak o 2,43%.

Tato nedůvěra však nezůstala jen ve Spojených státech, ale rozšířila se i do dalších zemí, protože i jejich banky vlastní ve svých portfoliích určitou část amerických toxických aktiv.

## 4.2 Akciové trhy

V souvislosti s klesající ziskovostí bankovních a dalších finančních institucí se nedůvěra přenesla na akciové trhy. Mluvíme zejména o podzimu 2008, kdy se po krachu americké banky Lehman Brothers začalo hovořit o finanční krizi. O propadu akciových trhů hovoří reprezentativní indexy jednotlivých burz. Poklesu se nevyhnul prakticky žádný burzovní trh. V lednu 2008 byla hodnota amerického indexu DJIA 13 261 bodů, během jednoho roku index klesl na hodnotu 8 772 bodů, tj. o téměř 34%. Podobně na tom byly i indexy dalších světových burz, jak ukazuje tab. 10.

Tab. 10 Hodnoty vybraných akciových indexů v lednu 2008 a 2009

Index	Burza	Hodnota indexu		Pokles hodnoty v %
		Leden 2008	Leden 2009	
<b>DJIA</b>	New York	13 261,80	8 772,25	- 33,90%
<b>FTSE 100</b>	Londýn	6 456,90	4 434,20	- 31,30%
<b>Dax 30</b>	Frankfurt nad Mohanem	8 045,97	4 856,85	- 37,70%
<b>Nikkei 225</b>	Tokio	15 155,70	8 991,21	- 40,70%

Zdroj: Econstats.com, 2009b

### 4.3 Přesun krize do reálné ekonomiky

Důsledkem nedostatečné likvidity bank a jejich zvýšenou opatrností se zhoršila dostupnost úvěrů pro domácnosti i podniky. Proto se některé podniky začaly potýkat s nedostatkem provozního kapitálu, následkem čehož se finanční krize na podzim roku 2008 přelila do reálné ekonomiky, kde se lavinovitě šíří.

Odvětvím, které patří mezi nejpostiženější, je automobilový průmysl, který se celosvětově potýká se sníženou poptávkou. 3 největší americké automobilky General Motors, Chrysler a Ford balancují nad propastí bankrotu, a proto požádaly vládu o poskytnutí nouzových úvěrů. Pomoc je podmíněna předložením podnikatelského plánu, ze kterého bude patrná schopnost firem dlouhodobé existence.

Snaha státu pomoci automobilkám je logická, protože automobilový průmysl je stěžejním odvětvím americké ekonomiky. Podle americké Asociace výrobců automobilů souvisí s výrobou automobilů a dalšími navázanými obory každé 10. pracovní místo v USA. Stejně je tomu i ve Francii, v Německu s automobilovým průmyslem přímo či nepřímo souvisí dokonce každé 7. pracovní místo. Proto se jednotlivé národní vlády snaží automobilkám všemožně pomoci, a to i za cenu protekcionistických opatření.

#### **Pokles HDP, růst nezaměstnanosti a další ukazatele**

Ekonomické ukazatele většiny zemí již na vzniklou situaci zareagovaly v posledním čtvrtletí 2008. Došlo především k poklesu ukazatele HDP a k růstu nezaměstnanosti, jak je



patrné z tab. 11 a tab. 12. Stejně tendence budou jednotlivé ekonomiky podle předběžných údajů vykazovat i v tomto roce.

Tab. 11 HDP vybraných zemí v roce 2008 – meziroční změna v %  
(sezónně neočištěno)

	1.Q 2008	2.Q 2008	3.Q 2008	4.Q 2008
<b>EU</b>	2,0	2,1	1,0	
<b>Eurozóna</b>	1,8	1,9	0,8	
<b>Francie</b>	1,8	1,6	0,9	-1,0
<b>Itálie</b>	0,4	-0,3	-0,8	
<b>Německo</b>	2,1	3,4	1,4	-1,6
<b>Španělsko</b>	2,9	2,3	0,4	-0,8
<b>Velká Británie</b>	2,3	3,2	1,8	
<b>Japonsko</b>	1,5	0,7	-0,2	-4,6
<b>USA</b>	0,9	2,8	-0,5	-6,3

Zdroj: ČSÚ, 2009a

Tab. 12 Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích v roce 2008  
(sezónně neočištěná data)

	1.Q 2008	2.Q 2008	3.Q 2008	4.Q 2008
<b>Francie</b>	7,80	7,40	7,60	8,30
<b>Itálie</b>	7,10	6,80	6,10	7,10
<b>Německo</b>	7,90	7,50	7,00	6,80
<b>Španělsko</b>	9,60	10,40	11,30	13,90
<b>Velká Británie</b>	5,10	5,20	6,10	6,20
<b>Japonsko</b>	4,00	4,00	4,00	3,90
<b>USA</b>	5,30	5,20	6,00	6,60

Zdroj: ČSÚ, 2009b

Údaje v tab. 11 dokazují, že se některé ekonomiky Evropská unie, Spojených států amerických i Japonska ocitly v roce 2008 v recesi. Ta je definována jako pokles reálného hrubého domácího produktu ve dvou po sobě jdoucích čtvrtletích. O nepříznivé hospodářské situaci svědčí i další ukazatele jako průmyslová výroba nebo maloobchodní obrat.

Průmyslová produkce je definována jako výstup průmyslového sektoru. Statistický úřad ji měří jako změnu objemu výroby na měsíční bázi. Jedná se o objemový index, jako základní (bazický) rok je v současnosti používán rok 2000.

Průmyslová produkce (bez stavebnictví) Evropské unie klesá nepřetržitě již od května 2008. Nejmarkantnější bych její pokles v listopadu a prosinci 2008, a to meziročně o 8,6%, resp. o 12,1%. (ČSÚ, 2009c). Podobný pokles vykazuje i průmyslová produkce v USA.

Ukazatel maloobchodní obrát je krátkodobým ukazatelem domácí poptávky. Měří činnost maloobchodního sektoru z hlediska hodnoty. Během roku 2008 ukazatel za celou Evropskou unií rostl s výjimkou posledních dvou měsíců, pro které je odhadován nulový růst, resp. meziroční pokles o 1,5%.

## 4.4 Fiskální politika

### „Záchranné balíčky“

Pochopitelně, státní autoritě jakéhokoli státu se nelíbí hospodářský pokles či recese, a proto řada z nich začala již v roce 2008, zejména pak v posledním čtvrtletí, s různými programy na podporu ekonomik a zachování zaměstnanosti. V oblasti fiskální politiky má státní autorita v zásadě dva druhy opatření, pomocí kterých usměrňuje hospodářský růst. Jsou jimi jednorázová či diskreční opatření a automatické či vestavěné stabilizátory. Diskreční opatření spočívají ve zvláštních intervencích státu a mají jednorázový charakter. Jedná se o zejména o změny daňových sazeb nebo změny v objemu státních výdajů. K jejich zavedení vždy dochází prostřednictvím schválení nových zákonů.

Vestavěné stabilizátory jsou oproti tomu schváleny a zavedeny jen jednou a poté fungují zcela nezávisle na státní moci. Jejich hlavním smyslem je proticyklické působení. Jedná se zejména o progresivní důchodové zdanění, systém sociálních dávek a podpory v nezaměstnanosti. Například progresivní důchodová daň umožňuje vyšší výběr daně v době prosperity a naopak snižuje daňové zatížení v době hospodářského poklesu.

## **Podpora ekonomiky v USA**

Již v únoru 2008 schválil americký Kongres plán na podporu ekonomiky v hodnotě 152 mld. USD. Plán zajistil daňové úlevy pro občany a investiční pobídky pro podniky. Úlohou stimulů byl růst spotřebních výdajů a podnikatelských investic. Evropská unie v tu dobu žádná opatření nechystala.

Američtí zákonodárci dále v říjnu 2008 schválili zákon o stabilizaci amerického finančního systému, který předpokládal injekci tamní ekonomice v hodnotě 700 mld. USD. Zákon vládě umožnil, aby od bank vykupovala problémové hypotéky a ně navázané cenné papíry. Banky by tak neměly být nuceny tyto úvěry či investice do cenných papírů odepisovat a navyšovat tak své ztráty, což by mělo přispět k ozdravení finančního systému a k větší důvěře. Vláda předpokládala, že po stabilizaci ekonomiky a hlavně trhu s bydlením bude tyto cenné papíry prodávat zpět na trhu. Ke zvýšení důvěry v domácí bankovní sektor směřovala i další část zákona, na základě které byl zvýšen limit pro ochranu bankovních vkladů na 250 000 USD z původních 100 000 USD.

S nástupem nové americké administrativy přišla i nová vlna opatření směřujících do ekonomické oblasti. Americký prezident Obama Kongresu předložil a ten posléze schválil záchranný balíček v hodnotě 789 mld. USD, což odpovídá hodnotě 6% amerického HDP. Původní znění zákona předpokládalo ještě vyšší částku. Jedná se o dvouletý plán, jehož cílem má být vytvoření až 3,5 mil. nových pracovních míst. V plánu je počítáno s 282 mld. USD na daňová opatření zahrnující daňové úlevy, zbytek částky je připraven na další opatření, jako jsou investice do dopravy a vysokorychlostního internetu, stabilizační fond na podporu státních rozpočtů místních vlád, zajištění zdravotní péče pro nejchudší či podpora dlouhodobě nezaměstnaných. Zákon obsahuje klauzuli „Buy America“, která původně požadovala využívat při projektech financovaných ze státních prostředků pouze americké zboží a suroviny. Po velké kritice z celého světa a hrozbě odvetných opatření či sporů před Světovou obchodní organizací (World Trade Organisation, WTO) byla klauzule zmírněna pouze na železo a ocel. To musí při použití v projektech veřejných staveb pocházet z USA. Spojené státy však ujistily, že při použití klauzule budou respektovat všechny pravidla WTO a dalších obchodních dohod.

## **Podpora ekonomiky v Evropě**

Obecně lze říci, že každý ekonomický útlum či krize s sebou přináší názor, že samoregulační tržní mechanismus neexistuje, a proto jsou nutné státní zásahy a regulace. V některých státech Evropy již k určitým zásahům po vzoru USA přistoupili, např. zvýšili záruky za bankovní vklady, v jiných jsou schvalovány záchranné balíčky, které mají pomoci opět nastartovat ekonomiku. Příkladem může být Spolková republika Německo, jejíž vláda během následujících dvou let poskytne z veřejného rozpočtu částku 50 mld. eur. Pomoc své ekonomice připravuje i Francie, svou pozornost zaměří především na místní automobilový průmysl.

Řada států tedy pro nastartování svých ekonomik volila velice expanzivní fiskální politiku, jako již zmiňované Spojené státy americké či některé státy Evropské unie, jiné přistoupily spíše k politice liberální s cílem co nejmenším zásahů.

Evropská unie jako celek vydala nebo ještě vydá v průběhu letošního a příštího roku na podporu ekonomiky 500 mld. eur včetně sanace finančního sektoru, což představuje částku přibližně odpovídající 4% unijního HDP.

Evropští politici jsou nyní toho názoru, že je třeba vyčkat, jak se osvědčí již zavedené stimuly a poté popřípadě uvažovat o dalších. Spojené státy americké naopak vyzývají k okamžitým masivním vládním výdajům, o kterých jsou přesvědčeny, že jsou nejúčinnějším lékem současné krize.

## **Protekcionalistická opatření**

Nebezpečí vládních opatření a zásahů do ekonomiky spočívá především ve výrazném růstu zadlužení jednotlivých států a v růstu ochrannářských či protekcionalistických opatření, kdy se jednotlivé země snaží podpořit vlastní ekonomiku na úkor ostatních. Příkladem může být americká klauzule „Buy America“ či různá vyjádření evropských politiků vyzývající „své“ podniky k využívání domácích zdrojů či k výrobě v domácí zemi.

## **Rozpočtové deficity, veřejný dluh**

Viditelným efektem státních zásahů a záchranných balíčků je růst rozpočtových deficitů, tedy situace, kdy celkové vládní výdaje převyšují vládní příjmy. Nejvyšší příjmy do státního rozpočtu představují výnosy z daní. Nejvyšší výdaje státu jdou na transfery občanům a vládní výdaje na nákup zboží a služeb. Protože v době hospodářského útlumu mají firmy méně zakázek a tím i nižší zisky, vybere od nich stát i méně na daních. Daňové odvody budou nižší i v případě zaměstnanců. Velká část firem se totiž chystá propouštět a tím lidé přijdou o příjmy, které jsou základem pro výpočet daně z příjmů, tzn. opět snížení příjmů státního rozpočtu. Navíc více nezaměstnaných znamená vyšší nároky státního rozpočtu na výplatu podpor v nezaměstnanosti a dalších sociálních dávek, tzn. zvýší se výdaje státního rozpočtu. Tady je zcela patrné působení již zmíněných vestavěných stabilizátorů. Výdaje se zvýší také prostřednictvím vládních výdajů na nákup zboží a služeb, pomocí kterých se vlády snaží alespoň o částečnou kompenzaci poklesu důchodu. Bohužel, opět na úkor rostoucího rozpočtového deficitu, jehož kumulováním pak dohromady s dluhy ostatních institucí zařazených do vládního sektoru, jako jsou mimorozpočtové fondy, místní samosprávy nebo fondy sociálního zabezpečení, tvoří veřejný dluh nazývaný také jaké celkový dluh vládního sektoru.

V členských státech Evropské unie tento dluh v roce 2007 činil 58,7% HDP, což představuje částku blížící se 6 bil. eur. V zemích eurozóny pak tento dluh činil 66,3% HDP. Unijní zemí s nejvyšším vládním zadlužením byla v roce 2007 Itálie. Její dluh převyšoval roční HDP země. Údaje o zadluženosti jednotlivých vládních sektorů jsou uvedeny v tab. 13. Dluh je měřen metodikou EU ESA 1995, který se v některých ohledech liší od metodiky GFS, kterou používá Mezinárodní měnový fond.

Tab. 13 Celkový dluh vládního sektoru a deficit vládního sektoru  
v roce 2007 jako % z HDP (řazeno sestupně podle zadluženosti)

<b>Stát</b>	<b>Dluh vládního sektoru jako % z HDP</b>	<b>Deficit vládního sektoru jako % z HDP (- značí deficit)</b>
Itálie	104,10	-1,60
Řecko	94,80	-3,50
Belgie	83,90	-0,30
Maďarsko	65,80	-5,00
Německo	65,10	-0,20
Francie	63,90	-2,70
Portugalsko	63,60	-2,60
Malta	62,20	-1,80
Kypr	59,50	3,50
Rakousko	59,50	-0,40
Nizozemsko	45,70	0,30
Polsko	44,90	-2,00
Velká Británie	44,20	-2,80
Švédsko	40,40	3,60
Španělsko	36,20	2,20
Finsko	35,10	5,30
Slovensko	29,40	-1,90
Česká republika	28,90	-1,00
Dánsko	26,20	4,90
Irsko	24,80	0,20
Slovinsko	23,40	0,50
Bulharsko	18,20	0,10
Litva	17,00	-1,20
Rumunsko	12,90	-2,60
Lotyšsko	9,50	0,10
Lucembursko	7,00	3,20
Estonsko	3,50	2,70

Zdroje: ČSÚ, 2009d

ČSÚ, 2009e

Státní dluh Spojených států amerických ke konci fiskálního roku 2008 (30. září 2008) přesáhl hodnotu 10 bil. USD (TreasuryDirect, 2009).

### **Financování veřejného dluhu**

Financování veřejného dluhu je nejčastěji uskutečňováno emisí státních dluhopisů. Ta je pochopitelně spojena s platbou úroků. Výše úrokové sazby závisí na dvou základních parametrech. Prvním z nich je tržní úroková sazba, nad její výší stát nemá kontrolu, druhým pak objem celkového dluhu, který je vládní autoritou ovlivnitelný. Nárůst veřejného dluhu tak s sebou přináší zvýšené náklady na obsluhu dluhové služby, což v praxi znamená stále vyšší výdaje na platby úroků. Tím státu zbývá méně prostředků na další aktivity – od sociálních dávek až po investice do infrastruktury či školství. Ve prospěch státních dluhů hraje pouze inflace, díky které dluh relativně klesá. Velká část vlád řeší již v současnosti své dluhy refinancováním, což znamená, že dluhy prakticky spláceny nejsou. V době splatnosti dluhopisu je pouze emitován dluhopis nový, ze kterého je původní dluh zaplacen.

### **Budoucnost veřejných rozpočtů**

Z vývoje jednotlivých ekonomik lze předpovídat, že státní dluhy budou narůstat i v následujících obdobích, protože jen malá část států se držela pravidla mít v době hospodářského růstu vyrovnaný či přebytkový rozpočet, aby byly vytvořeny zdroje pro období hospodářského poklesu, kdy je předpokládán rozpočet deficitní. Z celkového počtu současných 27 členů EU mělo v roce 2007, kdy všechny ekonomiky rostly, přebytkový rozpočet jen 12 z nich. Proto je pravděpodobné, že v současné době hospodářského útlumu budou vládní dluhy narůstat.

Narůstající vládní dluh s sebou přináší značné makroekonomické dopady především v dlouhodobém časovém horizontu, kdy může ohrozit makroekonomickou stabilitu. V situaci jednotné evropské měny rostoucí státní dluhy znepokojují i unijní instituce. V rámci integračního procesu se totiž členské státy zavázaly k dodržování pravidel tzv. Paktu o stabilitě a růstu. Ten je založen na rezoluci přijaté Evropskou radou v roce 1997 a na jejích dalších dvou nařízeních. Ukládá zemím, které jsou členy hospodářské a měnové unie či se jimi chtějí stát, povinnost splnit a posléze i udržovat určité parametry známé jako

konvergenční či maastrichtská kritéria. Ta jsou rozdělena na rozpočtová a měnová. Právě rozpočtová kritéria stanovují maximální výši schodku státního rozpočtu a veřejného dluhu v poměru k HDP. Vládní deficit členských či kandidátských zemí nesmí překročit 3% HDP a veřejný dluh se musí pohybovat pod hranicí 60% HDP. V současnosti má eurozóna (Evropské měnové unie) 16 členů, řada dalších států, zejména pak z řad nově přistoupivších do EU, o členství usiluje. Z členských zemí eurozóny v roce 2007 celá polovina kritérium veřejného dluhu nesplňovala, řada dalších neplnila kritérium vládního deficitu. Proto se dá v době narůstajících rozpočtových výdajů a klesajících příjmů předpokládat další zhoršení těchto kritérií s výraznými vlivy na jednotnou evropskou měnu a na hospodářskou stabilitu celé Unie.

## 4.5 Monetární politika

Druhou politikou, pomocí které je ovlivňován makroekonomický vývoj země, je politika monetární. Tu obvykle realizuje centrální banka. Jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu, dále je jejím úkolem podpora vládou realizované hospodářské politiky, pokud není v rozporu s hlavním cílem. K dosažení těchto cílů či úkolů využívají centrální banky různé měnověpolitické nástroje. Jsou jimi zejména operace na volném trhu, stanovení diskontní sazby a stanovení povinných minimálních rezerv (PMR). Ke změnám povinných minimálních rezerv dochází jen výjimečně.

Monetární politika může být realizována jako expanzivní, jejímž cílem je zvýšení nominální zásoby peněz, které pozitivně působí na hospodářský růst a zaměstnanost. Vyšší nominální zásoby peněz je dosahováno nákupem obligací centrální bankou, snížením diskontních sazeb nebo snížením PMR. Druhým typem monetární politiky je politika restriktivní, která vede ke snížení nominální zásoby peněz pomocí prodeje obligací na trhu či zvýšení diskontní sazby. Cílem takové politiky je zabránit přehřátí ekonomiky či pokles inflačních tlaků.



## Současná politika centrálních autorit

Od podzimu 2008 většina centrálních bank uvolňuje měnovou politiku jako reakci na ekonomické oslabení. Využívají snížení základních úrokových sazeb a také zavádějí nové nástroje, pomocí kterých je dodávána likvidita na mezibankovní trh poškozený nedůvěrou po vypuknutí finanční krize.

Své politiky centrální banky provádějí individuálně i koordinovaně. Příkladem koordinovaného úsilí je společné snížení úrokových sazeb zemí G10, mezi které patří i skupina nejvyspělejších států světa G7 (Francie, Itálie, Japonsko, Kanada, Německo, Spojené státy americké, Velká Británie) v posledním čtvrtletí 2008. Jednalo se o současné snížení sazeb o 0,5 procentního bodu. Většina zemí ve snižování sazeb dále pokračovala. Základní úrokové sazby vybraných centrálních bank jsou uvedeny v tab. 14.

Tab. 14 Základní úrokové sazby vybraných centrálních bank v letech 2008-2009

<b>Centrální banka</b>		<b>Březen 2008</b>	<b>Září 2008</b>	<b>Březen 2009</b>
ECB	Evropská centrální banka - Eurozóna	4%	4,25%	1,5%
FED	Federální rezervní systém - USA	3%	2%	0-0,25%
MNB	Maďarská národní banka	3%	8,5%	9,5%
NBP	Národní banka Polska	5,5%	6%	4%
BoE	Bank of England - Velká Británie	5.25%	5%	0,5%

*Zdroj: ČNB, 2009a*

## Hrozba deflace

Snížit referenční úrokové sazby umožnila centrálním bankám inflace, jejíž míra není v posledních měsících tak vysoká jako dříve. Některé státy se dokonce obávají opačného jevu – deflace, která je spojena s poklesem cen. Vývoj inflace v eurozóně a v Evropské unii je v tab. 15. Míra inflace se v jednotlivých státech Unie velmi liší, ve všech je však patrný její pokles. V šesti zemích nedosáhla v lednu 2009 ani 1%. Proto jsou obavy z možné deflace na místě. Tu zatím žádná ze zemí Unie nezaznamenává.

Tab. 15 Harmonizovaný index spotřebitelských cen – procentní změna vzhledem ke stejnému období předchozího roku (sezónně neočištěno)

	Září 2008	Říjen 2008	Listopad 2008	Prosinec 2008	Leden 2009
<b>Eurozóna</b>	3,6	3,2	2,1	1,6	1,1 <sup>(p)</sup>
<b>EU</b>	4,2	3,7	2,8	2,2	1,7 <sup>(p)</sup>

Zdroj: ČSÚ, 2009f

Riziko deflace začínají kromě některých evropských států pociťovat i Spojené státy americké. Index CPI poklesl v březnu 2009 meziročně o 0,4 p.b. Jedná se o 1. meziroční pokles od roku 1955 (BLS, 2009).

Inflace je definována jako růst celkové cenové hladiny, míra inflace pak označuje změnu celkové cenové hladiny oproti předcházejícímu období. Nejčastěji se k jejímu měření používá již zmíněný index spotřebitelských cen (CPI) nebo pro účely srovnání v rámci Evropské unie harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP). Indexy měří průměrné změny cen u zboží a služeb, které jsou zahrnuty do tzv. referenčního koše. S mírou inflace je tedy spojen pokles reálné hodnoty příjmů. Deflace je jevem opačným, tzn. celková cenová hladina se snižuje, což přináší některé negativní důsledky. Podniky jsou nuceny zlevňovat své výrobky a klesají tak jejich tržby. Mzdy jsou však v současnosti poměrně rigidní, a proto nebude možné je snížit a mzdové náklady neklesnou. U podniků, jejichž existence je z větší části závislá právě na pracovní síle, dojde tedy pravděpodobně k propouštění. Dále je deflace spojena s odkládáním spotřeby do budoucna s vidinou výhodnějšího nákupu. Většina lidí není v deflačním prostředí ochotna půjčovat či vkládat své peněžní prostředky na bankovní účty za nulový či záporný úrok. Odložení spotřeby proto v této situaci nepodpoří investice a je zde nebezpečí vzniku deflační spirály, protože nedostatek investic a nízká současná spotřeba povedou k poklesu výkonu ekonomiky a k růstu nezaměstnanosti, což bude opět impulsem pro další pokles cenové hladiny, která opět vyvolá odklad spotřeby a vlnu propouštění.

---

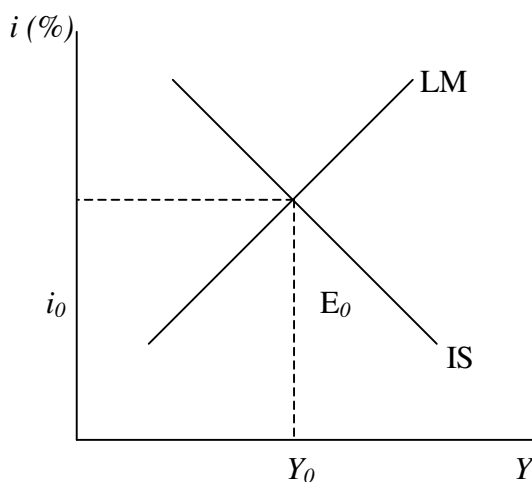
<sup>(p)</sup> Předběžný údaj

## 4.6 Účinnost fiskální a monetární politiky

### Model IS-LM

Účinnost fiskální a monetární politiky je možné hodnotit např. pomocí modelu IS-LM vyvinutého Johnem Hicksem. Model je však spojen s některými nedostatky, především pak tím, že byl vyvinut pro uzavřenou ekonomiku a předpokládá fixní cenovou hladinu, což ho vzdaluje od reality. Kromě tohoto modelu je možné použít i model AS-AD, který pracuje s flexibilními cenami. Model IS-LM je v práci použit z důvodu lepší demonstrace „nemocí“ současných ekonomik, kterými jsou past likvidity a past investic.

Model pracuje se dvěma křivkami – IS a LM. Křivka IS charakterizuje rovnováhu na trhu zboží a služeb. Zobrazuje úroveň úrokové sazby ( $i$ ) a úroveň důchodu ( $Y$ ), při kterých je trh zboží a služeb v rovnováze. Pokud tedy dojde k růstu důchodu, dojde zároveň k růstu úrokových sazeb a opačně. Křivka LM stejně jako křivka IS zobrazuje úroveň úrokové sazby a úroveň důchodu, tentokrát však při rovnováze na trhu peněz a ostatních finančních aktiv. Průsečík křivek pak demonstruje současnou rovnováhu na obou trzích současně.



Obr. 8 Model IS-LM

Zdroj: Mach, Miloš, 2001

### Sklon křivek

Účinnost fiskální a monetární politiky závisí na sklonu křivek IS a LM, který je ovlivněn několika faktory. Sklon IS závisí na koeficientu citlivosti poptávky po autonomních

výdajích na úrokovou sazbu ( $b$ ) a na výdajovém multiplikátoru ( $\alpha$ ). Sklon křivky LM pak závisí na koeficientu citlivosti poptávky po penězích na důchod ( $k$ ) a na koeficientu citlivosti poptávky po penězích na úrokovou sazbu ( $h$ ).

### **Vytěšňovací efekt**

Expanzivní fiskální politika realizovaná v současnosti většinou vlád vede za normálních okolností – negativní sklon křivky IS, k posunu této křivky směrem doprava (za předpokladu neměnné křivky LM a ostatních složek agregátní poptávky, tedy čisté fiskální expanze). Negativem je zde vytěšňovací efekt, který způsobuje nižší účinnost této politiky. Dojde-li například k nárůstu vládních výdajů na nákup zboží a služeb o 100 mld. peněžních jednotek, posunem IS vpravo však nedojde k nárůstu důchodu o těchto 100 mld. ale o méně. Vyšší důchod totiž za jinak nezměněných podmínek vyvolá nerovnováhu na trhu ostatních finančních aktiv, a proto dojde k nárůstu úrokové sazby, jehož efektem bude pokles soukromých autonomních výdajů.

### **Past likvidity**

Vytěšňovací efekt nepůsobí pouze v situaci nazvané jako past likvidity, která je charakteristická vysokou citlivostí poptávky po penězích na úrokovou sazbu a s ní související horizontální křivkou LM. Domnívám se, že pasti likvidity se v současnosti blíží řada národních ekonomik. Fiskální expanze realizovaná státní autoritou tak povede k růstu důchodu, nevznikne však nerovnováha na trhu ostatních finančních aktiv, a proto není důvod ke změně úrokové sazby. Tato situace je způsobena nedůvěrou na finančních trzích. Nikdo dnes nedokáže odhadnout, jaká je skutečná hodnota obchodovaných cenných papírů či jak se budou vyvíjet jejich ceny, a proto je raději preferována držba hotových peněz, následkem čehož došlo k „zamrznutí“ finančního trhu. Z hlediska ekonomické teorie je provedení fiskální expanze v pasti likvidity velice účinný prostředek k podpoře ekonomiky. Opačným extrémem je situace nazývaná jako klasický případ spojená s vertikální křivkou LM. Tady je fiskální politika neúčinná a vytěšňovací efekt úplný.

Oproti tomu účinek monetární politiky je ve zmíněné situaci naprosto opačný. Expanzivní monetární politika má v pasti likvidity nulový účinek na důchod.

## **Past investic**

Dalším extrémním případem je past investic. Jedná se o situaci charakterizovanou nulovou citlivostí poptávky po autonomních výdajích na úrokovou sazbu, důsledkem čehož je křivka IS vertikální. Situace je způsobena negativním očekáváním spotřebitelů, kteří nejsou ani přes nízkou úroveň úrokových sazeb ochotni více utrácet, stejně jako podniky nejsou ochotny investovat. Protože tak nedojde z nárůstu autonomních výdajů, nemůže dojít k růstu důchodu. Proto se monetární politika provedená v pasti likvidity setká s nulovým účinkem.

Model IS-LM tak prokazuje nutnost použití fiskálních opatření, pokud jednotlivé vlády chtějí podpořit hospodářský růst. Jedná se o ekonomický model vycházející z keynesiánské makroekonomické teorie, spojuje pokles důchodu s nedostatečnou agregátní poptávkou. Oproti tomu klasická ekonomie dává přednost nabídkové straně ekonomiky, a proto je otázkou, zda vládní zásahy a opatření centrálních autorit povedou ke kýženému efektu. Domnívám se, že řadě států může tato politika prospět, jiné však může uvrhnout do ještě horší situace, protože jejich státní finance nejsou na tak masivní výdaje připraveny.

## **4.7 Zhodnocení dopadů krize na globální ekonomiku**

### **Efekt současných politik**

Zdá se tedy, že reakce vládních autorit na krizi spojené s nárůstem vládních zásahů může být účinným prostředkem v boji proti krizi. Agregátní poptávka respektive důchod jsou ovlivněny základními čtyřmi komponenty – spotřeba domácností, investice firem, vládní výdaje na nákup zboží a služeb a čistý export. Růst vládních výdajů na nákup zboží a služeb jako jediný ovlivňuje agregátní poptávku přímo, účinek se ještě zvyšuje pomocí multiplikátoru vládních výdajů, z hlediska státu se tedy jedná o nejlevnější způsob podpory ekonomiky. Oproti tomu snížení daní nebo transfery ovlivňují agregátní poptávku nepřímo prostřednictvím vyššího disponibilního důchodu domácností. Je tedy spekulativní, zda spotřebitelé budou v současné nejisté době ochotni i přes relativně vyšší příjmy více utrácet. Průzkumy veřejného mínění hovoří spíše o negativních náladách ve společnosti spojených s úsporami a odkladem spotřeby do budoucna.

Ze současné situace takřka na celém světě, zejména pak ve Spojených státech amerických a v Evropě, je patrná nepřipravenost státních i centrálních autorit na takový rozsah krize. O nepřipravenosti na krizi svědčí i nekoncepční či chaotické reakce státních představitelů. Řada z nich podporuje protekcionismus, o kterém však nahlas hovoří jako o špatné cestě za obnovením ekonomického růstu, další státy spěchají se zvyšováním nabídky peněz v oběhu. Nikdo však v současnosti nemůže odhadnout, jak dlouho krize potrvá. Některé zdroje hovoří o částečném oživení již v roce 2010, jiné o delším horizontu. Počáteční podcenění krize ze strany takřka celé Evropy však dokládá, že ekonomickým vývojem si nikdo nemůže být jist, a proto by řada států měla spíše šetřit finanční zdroje na další časy, protože vyplývání prostředků ze státních pokladen v současnosti nikterak nezaručuje obnovení ekonomického růstu. Je proto možné, že za rok či dva budou nutné prostředky na další ekonomické stimuly, na ty však řada států nemusí mít. Navíc vládní zásahy a pomoc ze strany centrálních autorit ještě nejsou zárukou obnovení hospodářského růstu.

### **Regulace finančních trhů**

Neméně drastickým dopadem krize je volání po větší regulaci, především pak finančních trhů. Objevují se návrhy na zavedení celosvětového dohledu nad finančními trhy prostřednictvím Mezinárodního měnového fondu či větší regulace ratingových agentur, které jsou často označovány za viníky krize. Mnohá opatření se jeví jako prospěšná a přinášející na globální trhy řád, vysoká míra regulace však může přinést řadě zemí ztrátu komparativních výhod a dojde tak k ještě většímu globálnímu ekonomickému útlumu.

## **5.0 Dopady krize na Českou republiku**

### **5.1 Bankovní sektor**

Český bankovní systém lze označit jako dvoustupňový s klasickým modelem bankovníctví spočívající v univerzálnosti bank. Znamená to, že české banky i zahraniční pobočky bank, které působí na českém území, poskytují svým klientům veškeré bankovní činnosti od přijímání vkladů až po investiční produkty. Kromě těchto univerzálních bank působí na českém území i některé specializované druhy bank, mezi které řadíme zejména Českou exportní banku a Českomoravskou záruční a rozvojovou banku. V neposlední řadě na českém trhu působí i další instituce známé jako spořitelny a úvěrová družstva a stavební spořitelny.

#### **Vývoj českého bankovníctví**

V posledních dvaceti letech došlo k velkému vývoji v oblasti bankovníctví. Po roce 1989 bylo nutné prakticky od základů vytvořit funkční bankovní sektor, protože před tímto datem v Československu působilo pouze 5 bank, které byly pod kontrolou státní moci prostřednictvím banky šesté – Státní banky československé.

Na základě tab. 16 je vidět trend vývoje českého bankovníctví v posledních dvaceti letech. První polovina 90. let je typická výrazným nárůstem bankovních subjektů, k poklesu jejich počtu postupně docházelo v 2. polovině 90. let, kdy se řada bank dostala do úpadku. V současnosti na českém trhu působí 37 bankovních subjektů. Viditelný je také přechod velké části bank do zahraničních rukou a pokles počtu bank se státní účastí, který souvisí s procesem privatizace. Ta probíhala především na přelomu tisíciletí a neobešla se bez problémů. Stát byl nucen většině privatizovaných bank poskytnout finanční pomoc, nejčastěji v podobě odkupu špatných aktiv. Za tímto účelem byla vytvořena Konsolidační banka později přejmenovaná na Konsolidační agenturu, která vypisovala programy na podporu různých částí bankovního sektoru.

Tab. 16 Počet bank na českém území podle vlastnictví v letech 1990-2008

	Banky celkem	Z toho:							
		Banky s rozhodující českou účastí					Banky s rozhodující zahraniční účastí		
		Celkem	Státní peněžní ústavy	Banky se státní účastí	Banky s rozhodující českou účastí	Banky v nucené správě	Celkem	Banky s rozhodující zahraniční účastí	Zahraniční pobočky bank
31.12.1990	9	9	4	1	4	0	0	0	0
31.12.1991	24	20	4	1	15	0	4	4	0
31.12.1992	37	26	1	4	21	0	11	9	2
31.12.1993	52	34	1	4	28	1	18	12	6
31.12.1994	55	34	1	4	28	1	21	13	8
31.12.1995	55	32	1	6	25	0	23	13	10
31.12.1996	53	30	1	6	18	5	23	14	9
31.12.1997	50	26	1	6	15	4	24	15	9
31.12.1998	45	20	1	5	14	0	25	15	10
31.12.1999	42	15	1	4	10	0	27	17	10
31.12.2000	40	14	1	4	8	1	26	16	10
31.12.2001	38	12	0	3	8	1	26	16	10
31.12.2002	37	11	0	2	9	0	26	17	9
31.12.2003	35	9	0	2	7	0	26	17	9
31.12.2004	35	9	0	2	7	0	26	17	9
31.12.2005	36	9	0	2	7	0	27	15	12
31.12.2006	37	9	0	2	7	0	28	15	13
31.12.2007	37	8	0	2	6	0	29	15	14
31.12.2008	37	7	0	2	5	0	30	14	16

Zdroj: ČNB, 2009b

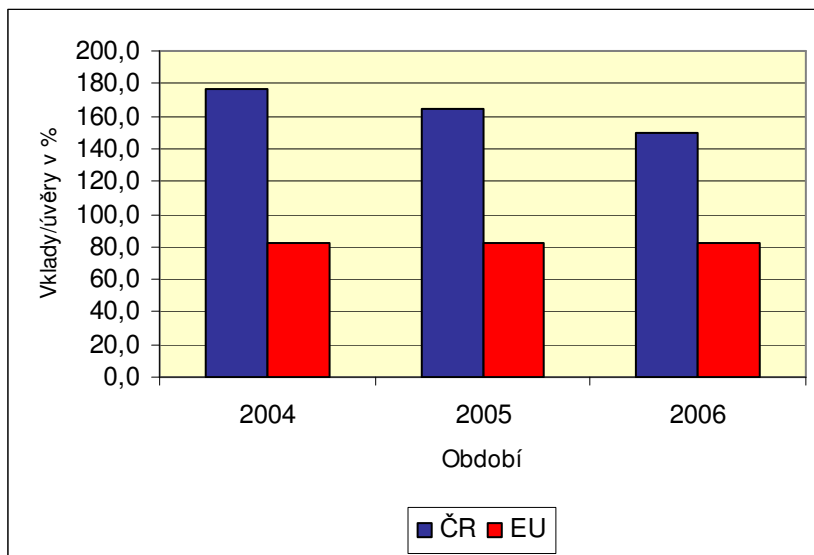
Celý proces privatizace si vyžádal částku 157 mld. Kč (Šimíková, Ivana, 2004: s. 45), ale byl nezbytný pro dokončení reformy českého bankovníctví, která kromě oddlužení bank spočívala především ve vytvoření regulatorního rámce pro fungování bankovního prostředí.

### Vysoký podíl vkladů českých bank

Poučení z bankovní krize v 2. polovině 90. let zřejmě přispělo k odolnosti českého bankovního sektoru v době současné finanční krize, která ho nikterak přímo nezasáhla.



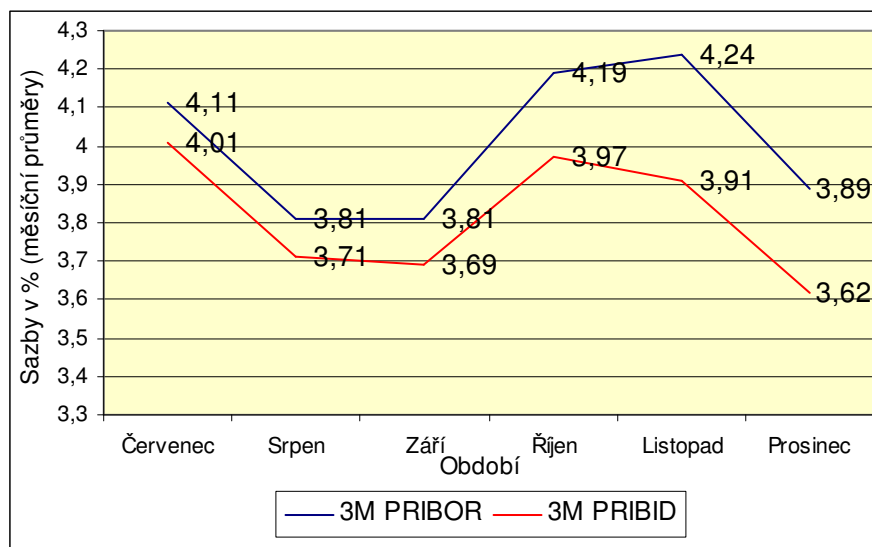
Výhodou českých bank je především vysoký podíl primárních zdrojů vzhledem k poskytovaným úvěrům, jak ukazuje obr. 9.



Obr. 9 Financování úvěrů prostřednictvím klientských vkladů v letech 2004-2006

*Zdroj: ČNB, 2008*

Vysoký podíl klientských vkladů je důležitý zejména v této době, protože se banky nemohou spoléhat na zdroje z mezibankovního trhu. Vzhledem k pádům velkých bank po celém světě a zejména pak ve Spojených státech amerických, je pro tento trh typická již zmiňovaná nedůvěra spojená s vysokými úrokovými sazbami. To dokládá jak vývoj sazby LIBOR, tak vývoj sazeb PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate) a PRIBID (Prague Interbank Bid Rate) na obr. 10, které jsou klíčové pro český finanční sektor. Jedná se o hodnoty úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit, které jsou počítány z kotací referenčních bank pro prodej (offer), respektive nákup (bid) depozit. Stejně jako londýnský LIBOR jsou vyhlášovány pro různě dlouhá období počínaje jedním dnem a konče jedním rokem.



Obr. 10 3M PRIBOR A 3M PRIBID v období červenec-prosinec 2008

Zdroj: ČNB, 2009c

### Další výhody českého bankovního sektoru

Kromě vysokých hodnot klientských vkladů mají české banky a zahraniční pobočky působící na českém území další výhody oproti bankám v zahraničí. Prakticky vůbec neposkytovaly úvěry v cizích měnách a neinvestovaly do rizikových instrumentů navázaných na americký hypoteční trh, což se zpětně jeví jako správná volba s ohledem na ziskovost bank, která i přes současnou krizi nevykazuje markantní propad. Vývoj zisku po zdanění českého bankovního sektoru v letech 2004-2008 je zobrazen v tab. 17.

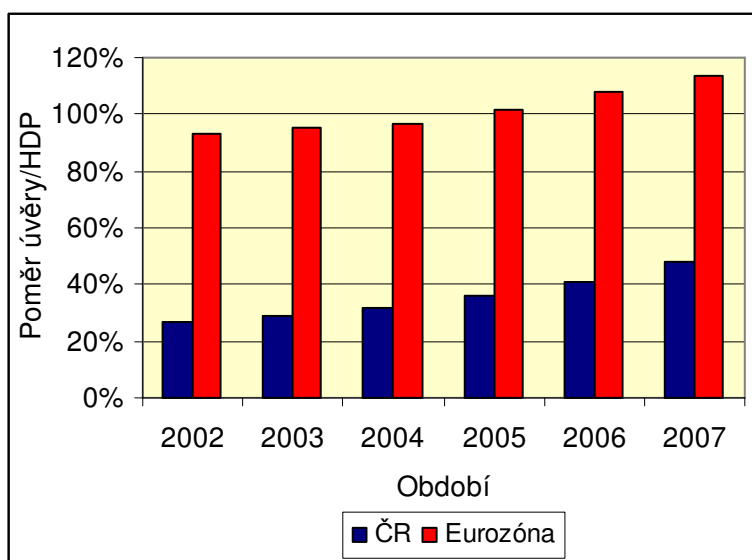
Tab. 17 Vývoj zisku z finanční a provozní činnosti a zisku po zdanění v českém bankovním sektoru v letech 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 (za jednotlivá čtvrtletí)			
						1.	2.	3.	4.
<b>Zisk z finanční a provozní činnosti (v mil. Kč)</b>	101 057	111 135	116 864	134 392	138 365	33 601	36 697	33 719	34 348
<b>Zisk po zdanění (v mil. Kč)</b>	32 852	39 139	38 010	46 987	45 661	12 722	13 844	10 416	8 679

Zdroj: ČNB, 2009d

Ziskovost je významná zejména pro zachování stability celého bankovního sektoru, ovšem za předpokladu, že alespoň část zisku zůstane na českém území v podobě vlastního

kapitálu bank. Je zde však riziko ze strany mateřských společností českých bank, které by mohly usilovat o přesun zisků do zahraničí z důvodu krytí ztrát na tamních trzích. Financování mateřských společností je však legislativně omezeno. Kromě kritéria ziskovosti ukazují na stabilitu českého bankovního systému i jiné ukazatele, jako například poměr poskytovaných úvěrů vzhledem k HDP. Počet poskytnutých úvěrů v České republice každoročně narůstá, přesto ještě ani zdaleka nedosahuje hodnot ve státech eurozóny, jak je vidět z obr. 11. V roce 2007 poměr úvěrů poskytnutých českým bankovním sektorem dosahoval částky odpovídající necelé polovině českého HDP, zatímco banky v zemích eurozóny poskytly úvěry v hodnotě daleko převyšující roční HDP eurozónních zemí.



Obr. 11 Poměr úvěry/HDP v ČR a v Eurozóně v letech 2002-2007

*Zdroj: Zamrazilová, Eva, 2008: s. 4*

### Rostoucí tempo poskytovaných úvěrů

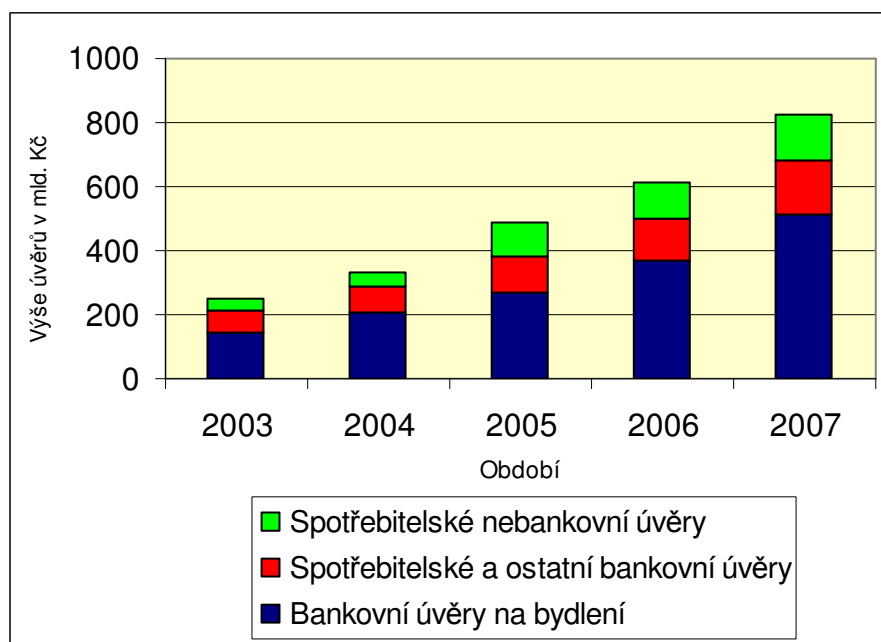
Znepokojivé může být tempo, jakým hodnota úvěrů poskytnutých českým bankovním sektorem narůstá. Do konce roku 2007 byly poskytnuty úvěry v celkové hodnotě 1 786 mld. Kč. Nejvíce úvěrů je poskytnuto nefinančním podnikům (42%), následují domácnosti (37,5%), zbytek (20,5% poskytnutých úvěrů) tvoří úvěry poskytnuté vládě, živnostníkům, nebankovním finančním institucím či nerezidentům.

## Úvěry developerům a spotřebitelskému průmyslu

Znepokojující je také fakt, že přibližně jedna polovina všech úvěrů poskytnutých podnikům směřuje do zpracovatelského průmyslu a k developerským společnostem. Tyto oblasti ekonomiky jsou současnou krizí postiženy nejvíce, což výrazně zvyšuje úvěrové riziko pro české banky. Případné nesplácení úvěrů by mohlo výrazně snížit likviditu českých bank a ohrozit tak finanční stabilitu, protože částka poskytnutá bankovním sektorem těmto odvětvím ekonomiky činí cca 380 mld. Kč.

## Zadlužení českých domácností

Dluhy českých domácností přesáhly v roce 2007 částku 800 mld. Kč. Největší část dluhů tvoří úvěry u bankovních institucí, z nich pak nejvíce úvěry na bydlení a nebytové nemovitosti. Informace o vývoji zadlužení českých domácností dává obr. 12.



Obr. 12 Celková výše bankovních a nebankovních úvěrů domácnostem v letech 2003-2007

Zdroj: ČNB, 2008

Ačkoliv toto zadlužení ještě ani zdaleka nedosahuje absolutní výše zadlužení domácností v západoevropských zemích, tempo růstu zadluženosti je vysoké. Během let 2003-2007 vzrostly dluhy českých domácností o více než 220%. S rostoucí zadlužeností českých domácností dochází zároveň k poklesu tempa tvorby úspor, pomocí kterých jsou financovány investice podniků. Zatímco celková hodnota úvěrů poskytnutá bankovním

sektorem vzrostla k polovině roku 2008 meziročně o bezmála 33%, vklady u bank rostly jen o 11%.

### Úvěry na bytové potřeby

Hodnota úvěrů na bydlení překročila v roce 2007 částku 500 mld. Kč, přesto tato oblast bankovníctví nepředstavuje pro Českou republiku výrazné riziko. Podíl domácností majících problémy se splácením úvěrů na bydlení se pohybuje okolo 0,5%. Oproti tomu se splátkami spotřebitelských úvěrů má problémy cca 2,5% českých domácností. Dalšími plasy českých bank je, že neposkytovaly vysoce rizikové hypoteční úvěry typu amerických podstandardních hypoték, při žádosti o úvěr se vždy chovaly velmi obezřetně, když dbaly na bonitu svých klientů a adekvátní výši zastavěných nemovitostí, o čemž svědčí i ukazatel LVT (Loan to Value Ratio). Ukazatel je počítán jako poměr výše úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti, ke konci roku 2007 činil u úvěrů poskytnutých domácnostem konzervativních 56%. Další výhodou českého trhu s úvěry na bytové potřeby je fixace úrokových sazeb na delší období, než tomu bylo v USA. O struktuře fixací nově poskytnutých úvěrů v roce 2007 vypovídá tab. 18. Cca 2/3 úvěrů spojených s bytovými potřebami byly poskytnuty s fixační dobou delší než 1 rok.

Tab. 18 Struktura fixací nových úvěrů v roce 2007 (v %)

2007	Do 1 roku	1-5 let	Nad 5 let
Spotřebitelské úvěry	29,90%	25,90%	44,10%
Úvěry na bydlení	33,20%	34,30%	32,50%

Zdroj: ČNB, 2008

Český trh s bydlením je možné z výše uvedených důvodů považovat za stabilní. Samozřejmě, schopnost klientů jednotlivých bank splácet své závazky závisí především na výši jejich disponibilního příjmu, na výši úrokových sazeb a na vývoji cen nemovitostí. Ale i dnes, kdy krize panuje naplno, počet klientů neschopných splácet úvěry na bydlení nikterak výrazně nestoupá. Navíc bydlení českých občanů je z části financováno prostřednictvím úvěrů ze stavebního spoření, u kterých není nutné do určité výše úvěru ručit nemovitostí a úrokové sazby jsou stanoveny jako fixní pro celou dobu splácení. Tyto úvěry v roce 2007 tvořily 10% úvěrů na bydlení poskytnutých celým bankovním sektorem.

Velkou neznámou je však míra nezaměstnanosti, protože příjmy ze zaměstnání tvoří valnou většinu disponibilních příjmů českých domácností.

### **Stabilita českého bankovního sektoru**

Kromě solventnosti soukromých klientů bude stabilita celého českého bankovního sektoru a potažmo i celého finančního sektoru záviset na výkonu reálné ekonomiky, protože jak už bylo zmíněno výše, velkou část poskytnutých bankovních úvěrů tvoří úvěry podnikové. Dojde-li k výraznému hospodářskému útlumu, velká část českých firem, především z řad spotřebitelského průmyslu, se bude potýkat (a v současnosti se již potýká) s odbytovými problémy, což ovlivní jejich platební morálku nejen směrem k dodavatelským společnostem, ale i směrem k věřitelským bankám.

## **5.2 Finanční systém**

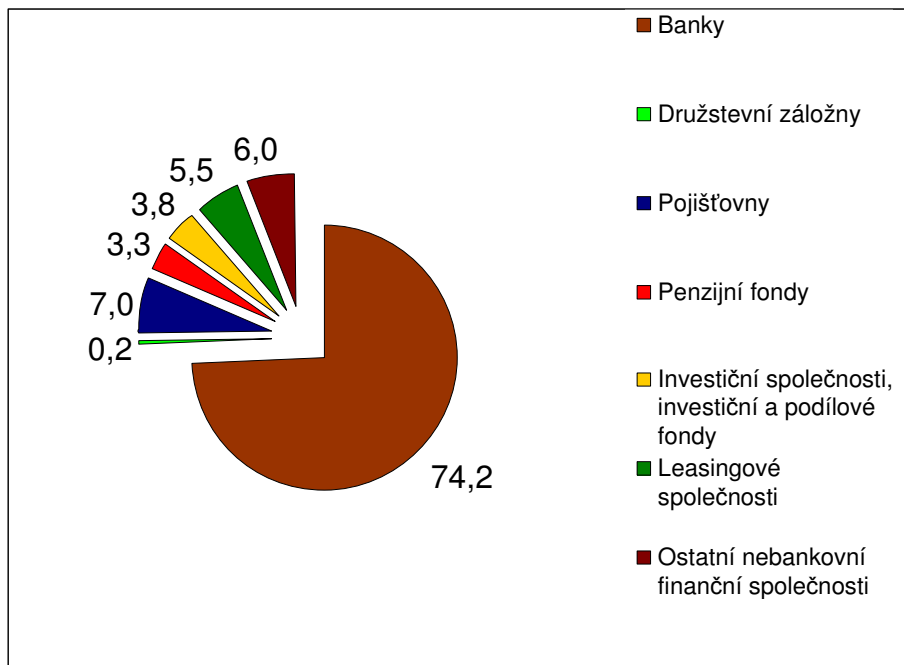
### **Úvěry domácnostem poskytované nebankovními institucemi**

Nejrizikovější oblastí, co se financování domácností týče, jsou úvěry poskytované nebankovními institucemi. Ty do konce roku 2007 poskytl úvěry v celkové hodnotě 150 mld. Kč. Jejich klienty z velké většiny tvoří nízkopříjmové domácnosti, které nedisponují dostatečným finančním vzděláním a často přistoupí na úvěry spojené s vysokými úrokovými sazbami. Nezřídka kdy splácí jeden dluh jiným a dostávají se tak nedobrovolně do dluhové pasti. Pro zvýšení ochrany klientů především nebankovních institucí byla v roce 2002 uzákoněna povinnost uvádět u spotřebitelských úvěrů hodnotu RPSN (roční procentní sazba nákladů), která udává procentní podíl z dlužné částky, který klient zaplatí za 1 rok trvání úvěru. Splátky úvěru zahrnují i další náklady spojené s poskytnutím úvěru a se správou úvěrového účtu, a ty často tvoří podstatnou část zmíněných nákladů na úvěr.

### **Struktura finančního sektoru**

Kromě bank, které tvoří největší část českého finančního sektoru, tento sektor zahrnuje i další subjekty. Jsou jimi již zmíněné nebankovní instituce a dále pak družstevní záložny, pojišťovny, penzijní fondy, investiční a podílové fondy nebo leasingové společnosti.

Jednotlivé podíly těchto subjektů na aktivech celého finančního sektoru za rok 2007 jsou uvedeny na obr.13.



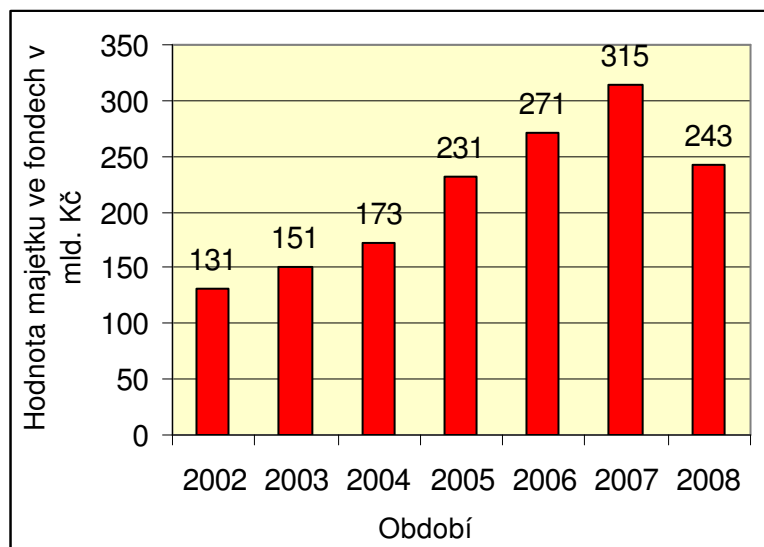
Obr. 13 Podíl jednotlivých skupin subjektů na aktivech finančního sektoru v roce 2007 (v %)  
Zdroj: ČNB, 2008

### Ekonomické výsledky finančních institucí

Ekonomické výsledky finančních institucí za 1. pololetí roku 2008 nenaznačují výrazný vliv finanční krize na tyto subjekty v ČR. Všechny skupiny subjektů s výjimkou investičních společností a jimi spravovaných podílových a investičních fondů vykázaly ve zmiňovaném období zisk, i když jeho výše byla u většiny subjektů meziročně nižší. Druhá a silnější vlna krize však přišla až ve 2. pololetí roku 2008, za které ještě nejsou kompletní výsledky hospodaření finančního sektoru k dispozici, ale žádná z institucí se v současnosti nepotýká s existenčními problémy.

### Podílové fondy

Druhá fáze krize postihla především podílové fondy, které v průběhu roku 2008 zaznamenaly odliv kapitálu. Jejich majetek se tak meziročně snížil o více než 22% na 243 mld. Kč, což dokládá i obr. 14.



Obr. 14 Vývoj hodnoty majetku v podílových fondech v letech 2002-2008

*Zdroj: Asociace pro kapitálový trh České republiky, 2009*

Pokles v hodnotě majetku zaznamenaly všechny druhy fondů s výjimkou zajištěných fondů a fondů nemovitostních, jak je vidět z tab. 19. Nemovitostní fondy však tvoří jen nepatrnou část všech podílových fondů působících v ČR.

Tab. 19 Hodnota majetku jednotlivých druhů podílových fondů a jejich podíl na trhu v České republice v roce 2008

Druh podílového fondu	Hodnota majetku v roce 2008 v mld. Kč	Meziroční změna v majetku	Podíl fondu na trhu podle hodnoty majetku v roce 2008
Fondy peněžního trhu	88,062	-18,34%	36,10%
Zajištěné fondy	65,105	0,60%	26,70%
Akciové fondy	23,458	-51,16%	9,60%
Dluhopisové fondy	26,528	-26,77%	10,90%
Smíšené fondy	26,072	-32,34%	10,70%
Fondy fondů	12,901	-30,88%	5,30%
Nemovitostní fondy	1,751	45,20%	0,70%

*Zdroj: Asociace pro kapitálový trh České republiky, 2009*

Na rozdíl od bank jsou tedy podílové fondy krizí zasaženy daleko více, což se také projevilo v poklesu rentability kapitálu.



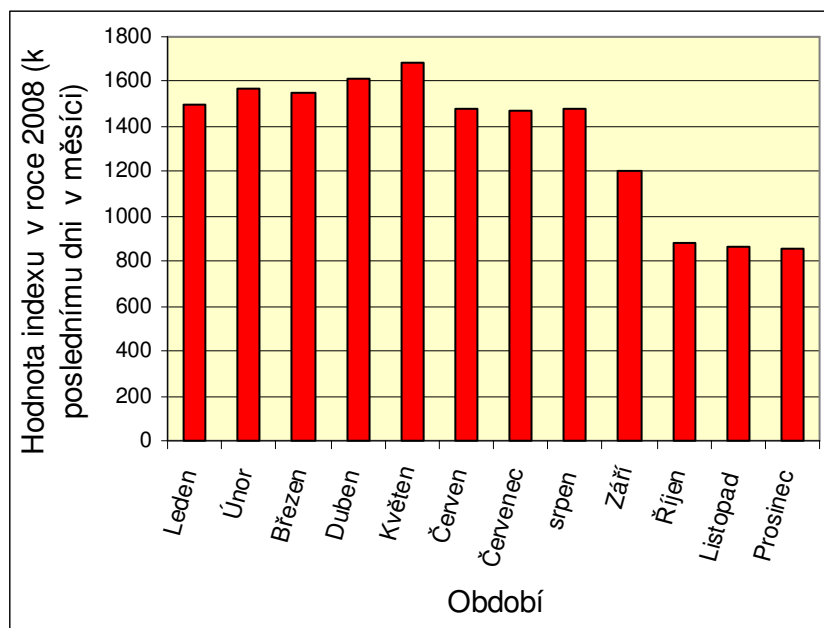
## **Zhodnocení českého finančního sektoru**

Protože finanční krize český finanční systém přímo nezasáhla, jsou důsledky s ní spojené prozatím minimální. Projevují se zejména nedůvěrou, která ve finančním sektoru panuje a v případě některých subjektů i mírným poklesem ziskovosti.

Co se bankovního sektoru týče, je podle mého názoru v dobré kondici, ale zřejmě se bude potýkat s růstem podílu úvěrů v selhání, na což banky již zareagovaly zpřísněním úvěrových podmínek. Tvrdší podmínky pro získání úvěru se mohou projevit nedostatkem kapitálu zejména v té části podnikové sféry, jejíž existence je na bankovních úvěrech závislá nejvíce. Jsou to zejména developerské společnosti.

K posílení důvěry v bankovní sektor pomohlo i zvýšení povinného pojištění vkladů na 50 000 eur, takže pojištění v současnosti podléhá 97% vkladů uložených v bankách působících na českém území.

Dalším negativem krize je pokles hodnot akcií a dluhopisů, o čemž svědčí i vývoj indexu pražské burzy PX v roce 2008 zobrazený na obr. 15, který zahrnuje největší společnosti obchodované na pražské burze. Maximální hodnoty dosáhl index v lednu, nejnižší pak v říjnu, kdy jeho hodnota poklesla až pod hodnotu 700 bodů. Oproti předcházejícímu roku ztratil index více než polovinu své hodnoty.



Obr. 15 Vývoj indexu PX v roce 2008

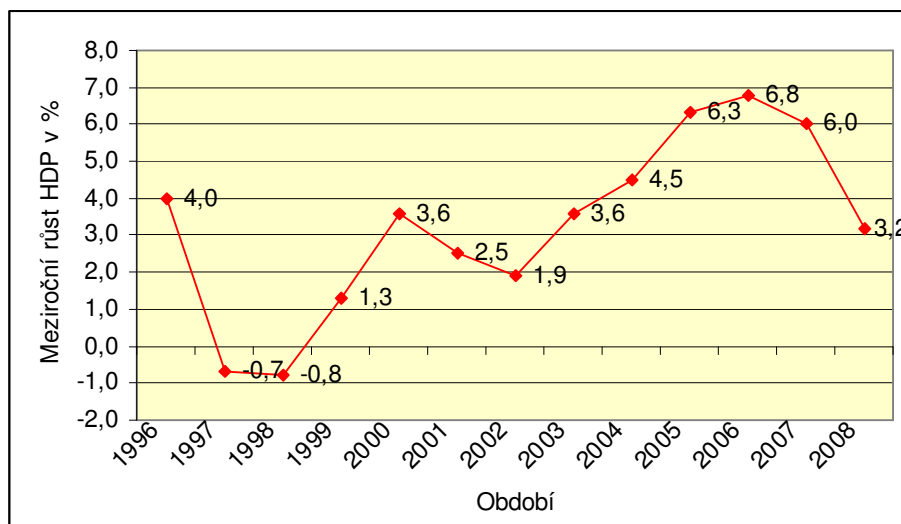
Zdroj: BCPP, 2009

Negativní vliv na český finanční systém a potažmo i celou Českou republiku může mít vývoj ekonomik ostatních států střední a východní Evropy. Některé z nich krize zasáhla ve své plné síle a potýkají se tak se značnými problémy. Například Maďarsko muselo požádat o finanční pomoc Mezinárodní měnový fond, Ukrajina má ve velmi špatném stavu bankovní sektor. Řada investorů z vyspělých zemí posuzuje celou oblast střední a východní Evropy jedním metrem, a proto se problémy některých zemí mohou negativně odrazit i v pohledu na Českou republiku.

### 5.3 Výkonnost ekonomiky

Trvalý a přiměřený hospodářský růst je jedním ze základních cílů, ke kterým směřuje hospodářská politika kteréhokoliv státu. Dalšími deklarovanými cíli jsou vysoká míra zaměstnanosti, stabilní cenová hladina a vnější ekonomická rovnováha. Problémem je, jak hospodářský růst definovat či měřit. Nejčastěji se používá ukazatel HDP (hrubý domácí produkt), který vyjadřuje hodnotu finálních statků a služeb vytvořených na území určitého státu za určité období. Protože jsou vyrobené statky a služby ohodnoceny aktuálními

cenami, které se každoročně zvyšují o inflaci, používá se pro srovnatelnost více období reálný HDP, který postihuje pouze fyzickou změnu objemu produkce na rozdíl od nominálního HDP. Vývoj reálného HDP ČR je vidět z obr. 16.



Obr. 16 Vývoj reálného HDP ČR v letech 1996-2008 (stálé ceny roku 2000)

Zdroj: ČSÚ, 2009g

Reálný HDP České republiky roste nepřetržitě již od roku 1999, přičemž v předchozích pěti letech zaznamenala ČR jeho nejvyšší meziroční přírůstky. Rekordním byl zejména rok 2006, kdy reálný produkt vzrostl meziročně o 6,8%.

## Měření HDP

K výpočtu HDP je možné použít některou ze tří metod. Výrobní (odvětvová) metoda počítá produkt jako sumu přidaných hodnot vytvořených jednotlivými ekonomickými sektory, tedy primárním, sekundárním a terciárním sektorem ekonomiky.

Důchodová (nákladová) metoda sčítá důchody, které plynou majitelům výrobních faktorů jako odměny za jejich použití. Dále jsou do výpočtu zahrnuty nepřímé daně a naopak odečteny subvence.

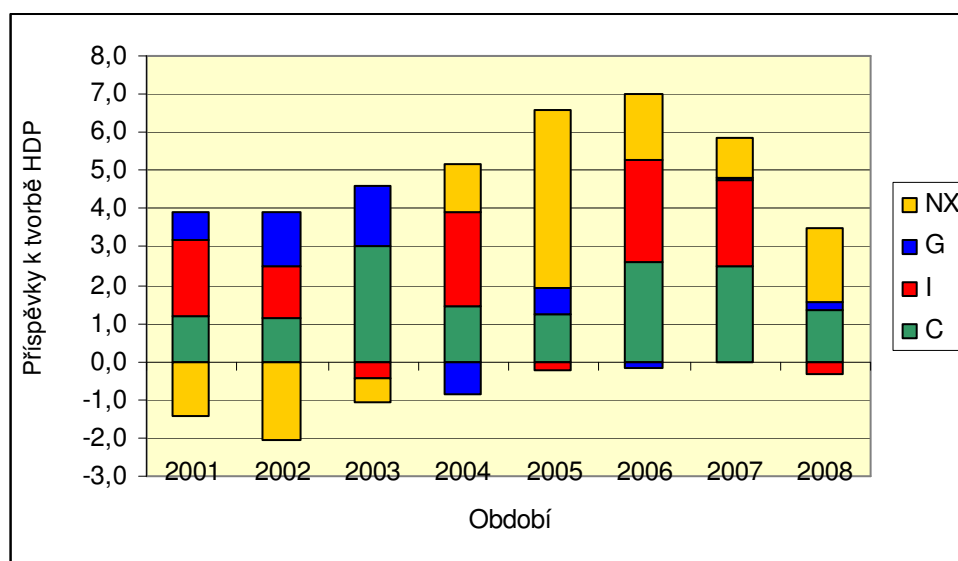
Výdajová (spotřební) metoda používá jako základnu pro výpočet HDP výdaje vynaložené na nákup finálních statků. Metoda tedy sčítá výdaje domácností na spotřebu ( $C$ ), hrubé soukromé domácí investice ( $I$ ) složené z investic firem do fixního kapitálu a do zásob a

z investičních výdajů domácností (stavby domů a bytů), vládní výdaje na nákup zboží a služeb ( $G$ ) a čistý export ( $NX$ ) jako rozdíl mezi exportem a importem. Je možné tedy napsat vztah:

$$HDP = C + I + G + NX \quad (1)$$

Jak jednotlivé komponenty v průběhu času přispívaly k růstu reálného HDP ukazuje obr. 17. Podíl jednotlivých složek na HDP je značně rozkolísaný. V některých letech je růst reálného HDP tažen spotřebou domácností, jindy investicemi nebo saldem zahraničního obchodu. Na rozdíl například od USA tak není možné jednoznačně určit, která z položek má v dlouhodobém časovém horizontu převážný vliv na HDP. V posledních pěti letech je patrný přechod čistého exportu do výrazně kladných čísel a téměř nulový význam vládních výdajů na nákup zboží a služeb.

Již rok 2007 ukázal zpomalení tempa růstu HDP, které pokračovalo v roce 2008, zejména pak v jeho posledním čtvrtletí jako důsledek finanční a hospodářské krize.



Obr. 17 Příspěvky jednotlivých komponent k vývoji HDP v letech 2001-2008

Zdroj: ČSÚ, 2009g

### Spotřeba domácností

Spotřeba domácností byla v roce 2008 ovlivněna několika faktory, meziročně vzrostla jen o 2,9%, o více než polovinu méně než v roce 2007. Její celkový růst pozitivně ovlivnila 1.

polovina roku, kdy spotřeba domácností rostla rychleji než ve 2. polovině roku. Ministerstvo financí ČR (MFČR) očekává i nadále růst spotřeby domácností a pokládá ji za nejdůležitější složku HDP pro následující období.

Hlavním důvodem poklesu tempa růstu spotřebních výdajů domácností je zřejmě snížení jejich finančních zdrojů. Díky provedené reformě veřejných financí došlo k vzrůstu míry inflace, která měla negativní vliv na úspory domácností a na reálné mzdy. Nominální mzda v roce 2008 sice vzrostla v průměru o 8,5%, reálná však jen o 2,1% (ČSÚ, 2009h). Dalším důvodem poklesu finančních prostředků domácností bylo zpřísnění úvěrových podmínek bank, které je bezprostředním důsledkem krize. Krize negativně ovlivnila i postoj občanů k zaměstnání. Začali se více obávat jeho ztráty a v důsledku toho omezili výdaje.

### **Vládní výdaje na nákup zboží a služeb**

Vládní výdaje na nákup zboží a služeb v roce 2008 krize výrazně neovlivnila. Vzrostly meziročně o 0,9% a na růstu HDP se již řadu let podílejí minimálně. V roce 2009 je však možné očekávat jejich větší podíl na HDP v důsledku realizace Národního protikrizového plánu vlády. Pro rok 2009 počítá MFČR s růstem vládních výdajů na nákup zboží a služeb o 1,8%.

### **Investice**

Tvorba hrubého kapitálu (soukromé investice) od 3. čtvrtletí 2008 na rozdíl od spotřeby domácností klesá absolutně. Za celý rok pak klesla v průměru o 1,4% (ČSÚ, 2009h). Pokles způsobila výrazně nižší tvorba zásob. Nejdůležitější součást hrubého kapitálu – hrubý fixní kapitál meziročně vzrostl o 3,1%. Jedná se však o poměrně nízké číslo, protože v letech 2006-2007 rostla tvorba hrubého fixního kapitálu (THFK) o více než 6%. THFK počítá čistou hodnotu investičního majetku (pořízený investiční majetek minus prodaný či bezúplatně převedený investiční majetek).

### **Čistý export**

Zahraniční obchod v posledních letech významně přispíval k růstu HDP České republiky, což je vidět i na obr. 17. Začínající recese v některých evropských zemích však způsobila významný pokles tempa růstu jak u exportu tak i u importu. Export je bezprostředně

ovlivněn nižší zahraniční poptávkou, import je pak ovlivněn zprostředkovaně, protože velká část dováženého zboží je v České republice použita jako vstupy pro výrobu exportního zboží. Zahraniční obchod České republiky byl v roce 2008 ovlivněn také kurzem koruny. Kvůli jejímu oslabení zdražily dovozy, což se negativně podepsalo na domácí poptávce po zahraničním zboží.

Průměrná roční tempa růstu exportu a importu za posledních 7 let ilustruje obr. 18. Údaje vychází ze stálých cen roku 2000.



Obr. 18 Roční míry růstu vývozu a dovozu České republiky v letech 2002-2008

Zdroj: ČSÚ, 2009i

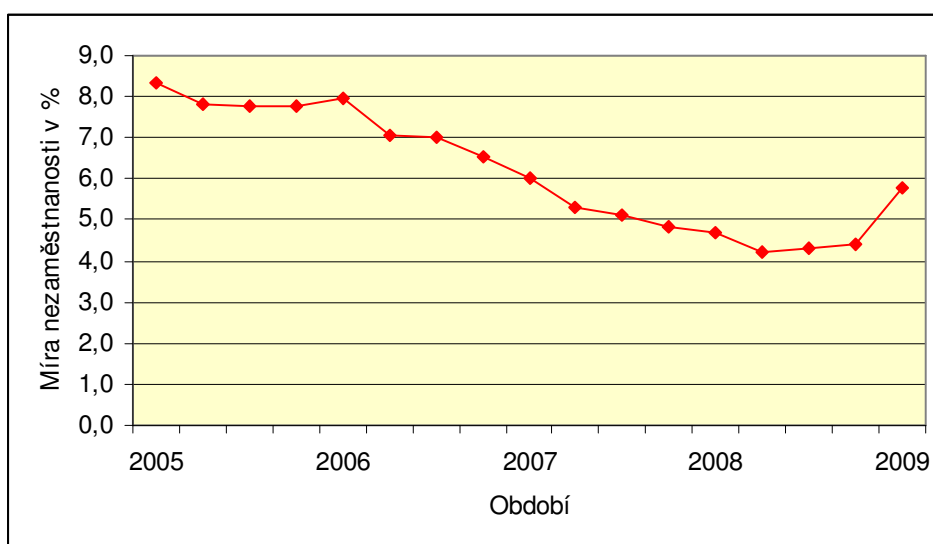
Největší podíl na vývozu České republiky mají již řadu let motorová vozidla, stroje a zařízení, které tvoří více než polovinu českého exportu. Dovozy dominují stejně jako vývozu stroje a zařízení, motorová vozidla a navíc ještě chemické látky. Nejvíce poklesl export do západoevropských zemí, jako jsou Francie, Velká Británie a Německo, i přesto přibližně 85% exportu směřuje do zemí Evropské unie (ČSÚ, 2009h).

## 5.4 Nezaměstnanost

Populace každého státu se skládá z ekonomicky aktivních a ekonomicky neaktivních obyvatel. Ekonomicky neaktivní tvoří děti do 15 let, důchodci, ženy na mateřské dovolené

apod. Skupinu ekonomicky aktivních obyvatel (pracovní sílu země) pak tvoří všichni lidé s příjmy ze zaměstnání či samostatné činnosti a nezaměstnaní. Nejpoužívanějším ukazatelem vzhledem k trhu práce je míra nezaměstnanosti počítaná jako podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle země.

Vývoj čtvrtletní míry nezaměstnanosti v České republice v posledních několika letech ilustruje obr. 19. Zatímco v obdobích vysokého ekonomického růstu předchozích let míra nezaměstnanosti klesala, v posledních čtvrtletí 2008 a v 1. čtvrtletí 2009 je vidět její nárůst. Bez práce se tak v 1. čtvrtletí 2009 ocitlo více než 300 000 lidí.



Obr. 19 Vývoj míry nezaměstnanosti v jednotlivých čtvrtletích let 2005-2009

Zdroj: ČSÚ, 2009h

Snížování nezaměstnanosti v posledních letech bylo dáno hlavně rostoucí poptávkou po zboží a službách, k jejímuž uspokojení podniky neustále přibíraly nové zaměstnance. To platilo i pro téměř celý rok 2008. Dokonce se začalo hovořit o nedostatku pracovníků, který byl v řadě odvětví řešen zaměstnáváním cizinců. Ti zpravidla zaujímal ty pracovní pozice, o které mezi tuzemci nebyl zájem. V současné době jsou však těmi prvními, kteří o práci přicházejí.

Pokles nezaměstnanosti posledních let byl také dán změnou demografické struktury České republiky, která se projevila na straně nabídky práce. Ekonomicky aktivními se stávají lidé

z populačně slabých ročníků, zatímco ročníky populačně silnější odcházejí do důchodu. Navíc roste počet studujících, čímž se nabídka práce rovněž snižuje.

Rostoucí nezaměstnanost je vždy spojena s řadou negativ. Z makroekonomického hlediska se jedná především o snížení spotřebních výdajů domácností a také rostoucími výdaji státního rozpočtu na výplatu podpor v nezaměstnanosti popřípadě i dalších sociálních dávek. Obojí se negativně projevuje na hodnotě hrubého domácího produktu.

Historická data prokázala, že nezaměstnanost nastupuje za hospodářským útlumem vždy s určitým zpožděním, a proto lze nejhorší výsledky, co se nezaměstnanosti týče, očekávat až v nadcházejícím roce. Proto česká vláda již počátkem roku 2009 přišla s určitými návrhy opatření, jejichž cílem je právě zachování co nejvyšší míry zaměstnanosti. I přesto MFČR odhaduje výrazný nárůst počtu nezaměstnaných.

## 5.5 Inflace, platební bilance

### **Inflace**

Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen dosáhla v roce 2008 hodnoty 6,3%, takto vysoká byla naposledy před deseti lety. Důvodem byl zejména růst cen v oblasti bydlení a také u potravinářského zboží zapříčiněný zvýšením snížené sazby daně z přidané hodnoty o 4 p.b., do které bydlení i potraviny spadají. Pokud uvažujeme inflaci měřenou pomocí přírůstku indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku, je od posledního čtvrtletí 2008 patrné její slábnoucí tempo, což bezprostředně souvisí s probíhající krizí. ČNB prognózuje pokles míry inflace až k nulovým hodnotám v polovině letošního roku a její následný růst k hodnotě 2%.

### **Platební bilance**

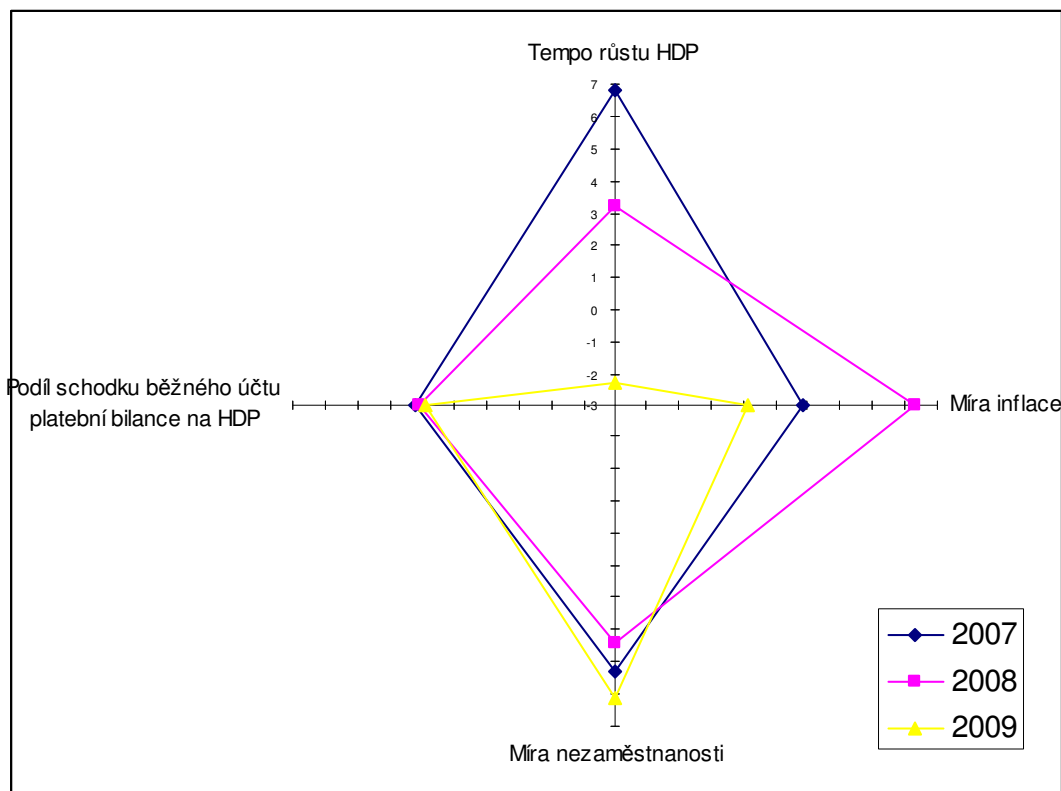
Platební bilance zachycuje transakce mezi českými rezidenty a nerezidentskými (zahraničními) subjekty a skládá se z pěti účtů. Běžný účet zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, bilanci důchodů a bilanci transferů. Bilance zboží je také označována jako obchodní bilance. Kapitálový účet zachycuje kapitálové transfery a finanční účet pak toky



kapitálu (přímé a portfoliové investice). Dalšími položkami platební bilance jsou změna rezerv zachycující devizové rezervy ČNB a saldo chyb a opomenutí sloužící k vyrovnaní rozdílu mezi souhrnnými změnami výše uvedených položek. Česká republika se dlouhodobě potýká se schodkem běžného účtu, ačkoliv je výkonová bilance (bilance zboží a služeb) pozitivní.

## 5.6 Magický čtyřúhelník

Poměrně názorným aparátem pro zobrazení hlavních makroekonomických veličin je tzv. magický čtyřúhelník znázorněný na obr. 20. Na jednotlivých osách jsou vyneseny tempo růstu reálného HDP v %, míra inflace v %, míra nezaměstnanosti v % a podíl schodku běžného účtu platební bilance na HDP v %. Obecně platí, čím větší plochu čtyřúhelník zaujímá, tím je hospodářská situace daného státu lepší. Obr. 20 uvádí tyto veličiny pro roky 2007 a 2008 na základě skutečných údajů, hodnoty roku 2009 vycházejí z makroekonomické predikce MFČR.



Obr. 20 Magický čtyřúhelník pro Českou republiku v letech 2007 a 2009

Zdroj: MFČR, 2009

Z magického čtyřúhelníku je patrný výrazný pokles ukazatele HDP a také růst nezaměstnanosti, zejména pak odhady těchto veličin pro rok 2009. Vypovídací schopnost čtyřúhelníku však není 100%, protože popisuje hospodářský vývoj ze značným zjednodušením.

## 5.7 Dopady na vybraná odvětví

Jak už bylo zmíněno, ekonomická krize přišla do České republiky v posledních měsících roku 2008. Nejpostiženější je v současné době sekundární sektor ekonomiky, který se na růstu HDP podílí zhruba jednou třetinou. Špatné výsledky přináší řada průmyslových ukazatelů, jakými jsou např. index průmyslové produkce, tržby za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy nebo průmyslové zakázky. Všechny tyto ukazatele jsou zachyceny v tab. 20.

Tab. 20 Průmyslové ukazatele České republiky v období září-prosinec 2008

2008	Index průmyslové produkce (Meziroční)	Tržby z průmyslové činnosti (Meziroční index z běžných cen)	Nové zakázky (Meziroční index z běžných cen)
Září	108,9	107,5	98,7
Říjen	92,4	91,8	75,8
Listopad	82,6	82,0	69,8
Prosinec	85,4	87,9	75,2

Zdroj: ČSÚ, 2009j

## Sklářství

Jako první krize zasáhla silně proexportní sklářský průmysl. Prohlášení konkurzu na společnosti ze skupiny Bohemia Crystalex Trading poznamenalo řadu regionů, protože sklářské společnosti zde byly tradičně největšími zaměstnavateli. Sklářský průmysl ani tak nepoznamenala snížená poptávka jako spíše přísnější přístup věřitelských bank plynoucí z nárůstu úvěrového rizika. Proto zmíněným firmám přestaly poskytovat další úvěry. Na nich však byla každodenní firemní činnost z velké části závislá, a proto došlo ke konkurzním řízením.

## Automobilový průmysl

Dalším nejpostiženějším odvětvím se zdál být automobilový průmysl, který v posledních letech ve velké míře přispíval k růstu českého hospodářství. Protože v České republice působí několik světových automobilek, existuje zde i velké množství dalších firem, jejichž výroba je na automobilky navázána, a proto by útlum výroby automobilů přinesl existenční problémy i jim. V současnosti výrobcům osobních aut výrazně pomáhá zavedení šrotovného v několika evropských zemích. Jedná se o státní příspěvek na koupi nového automobilu při likvidaci vozidla starého. Stáří likvidovaného vozidla i výše příspěvku je v jednotlivých zemích rozdílná, stáří vozidel je zpravidla stanoveno na alespoň 10 let a příspěvek se pohybuje od 1 000 do 5 000 euro. V některých zemích část příspěvku hradí prodejci aut, jinde jeho výše závisí na emisních limitech vozidla. Na vlně šrotovného se výrazně svezla i Česká republika. Ačkoliv u nás nebylo dosud zavedeno, hlásí místní automobilky zlepšení prodejnosti. Nárůst poptávky je patrný zejména z Německa, kde je výše šrotovného stanovena na 2 500 eur. Čeští zákonodárci podpořili automobilky alespoň

zavedením možnosti odpočtu daně z přidané hodnoty na jakékoliv nově pořízené firemní vozidlo. Dosud to bylo možné jen u vozidel kategorie N1.

### **Stavebnictví**

Postiženo bylo také stavebnictví. Celá řada stavebních projektů byla v posledních letech umožněna jen díky bankovních úvěrům. Protože však panuje značná nejistota ohledně vývoje cen na trhu nemovitostí, ocitá se velká část projektů bez prostředků.

### **Služby**

Ani sektor služeb nezůstal ušetřen krize. Snížení zakázek postihlo například oblast dopravy, s poklesem zájmu zejména zahraničních klientů se potýká hoteliérství a další služby navázané na cestovní ruch.

V důsledku poklesu zakázek téměř všech českých firem je možné očekávat vliv na platební morálku jednotlivých firem. Pokud by se ta výrazně zhoršovala, zřejmě by se řada firem dostala do problémů spojených s druhotnou platební neschopností.

## **5.8 Predikce dalšího vývoje**

Odhad růstu české ekonomiky pro rok 2009 byl koncem roku 2008 ještě poměrně pozitivní. Na základě současných informací však nelze než konstatovat, že veškeré predikce ohledně vývoje české ale i světové ekonomiky publikované v posledním roce, byly značně nadsazené. Vývoj predikcí ohledně českého HDP publikovaný ČNB, MFČR a Evropskou komisí je znázorněn v tab. 21.

Tab. 21 Predikce vývoje HDP v ČR v posledním roce

<b>ČNB</b>	
Květen 2008	4,7%
Listopad 2008	2,9%
Únor 2009	-0,3%
Květen 2009	-2,4%
<b>MFČR</b>	
Červenec 2008	4,8%
Ríjen 2008	3,7%
Leden 2009	1,4%
Duben 2009	-2,3%
<b>EK</b>	
Duben 2008	5,0%
Listopad 2008	3,6%
Leden 2009	1,7%
Květen 2009	-2,7%

Zdroje: ČNB, 2009; MFČR, 2009; European Commission, 2009

## 5.9 Reakce vládní autority a centrální banky

### Česká národní banka

Česká národní banka zareagovala na blížící se finanční a hospodářskou krizi poměrně rychle. Od 2. pololetí 2008 realizuje expanzivní monetární politiku v podobě snižování základních úrokových sazeb. V dubnu 2008 byla diskontní sazba, která je chápána jako dolní mez krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu, na úrovni 2,75%, do stejného období roku letošního poklesla o 2 p.b. – na 0,75%. 2T repo sazba, která je z hlediska měnová politiky chápána jako klíčová, má v současnosti hodnotu 1,75%, zatímco o rok dříve to bylo 3,75%. Sazba je používána při úročení peněžních prostředků, které si komerční banky ukládají na dobu 14 dní u centrální banky na základě poskytnutí kolaterálu centrální bankou. Po 14 dnech proběhne reversní operace – centrální banka dostane zpět kolaterál a komerční banky své prostředky navýšené o úrok. Tyto operace jsou základním měnovým nástrojem centrální banky, pomocí kterého usměrňuje vývoj úrokových sazeb v ekonomice.

## **Česká vláda a parlament**

Česká vláda ke krizi zpočátku přistupovala poměrně vlažně, alespoň se tak zdálo. O podcenění problému hovoří i státní rozpočet pro rok 2009, který byl schvalován Poslaneckou sněmovnou v prosinci 2008. Příjmy státního rozpočtu byly kalkulovány na základě předpokladu meziročního růstu reálného HDP o 4,8%. Již v tu dobu však bylo jasné, že takového růstu česká ekonomika nedosáhne, a proto bylo již tenkrát nutné počítat s nárůstem vládního deficitu.

## **Národní protikrizový plán vlády**

Některá opatření realizovaná českou vládou od roku 2009 již byla zapojena do návrhu státního rozpočtu pro tento rok. Tato opatření jsou součástí tzv. Národního protikrizového plánu vlády (NPPV), který byl vypracován v součinnosti s nově ustanovenou Národní ekonomickou radou vlády a zveřejněn v únoru 2009. Plán směřuje podporu různým oblastem české ekonomiky, v celkové hodnotě by měl státní rozpočet přijít na přibližně 73 mld. Kč, což odpovídá hodnotě 1,9% českého HDP. Díky multiplikačním efektům je předpokládán pozitivní dopad na ekonomiku ve výrazně vyšších hodnotách. Opatření je možné rozdělit na ta již realizovaná a na opatření dosud neschválená zákonodárci.

## **Již realizovaná opatření**

Hodnotu opatření již realizovaných do února 2009 vláda vyčíslila na 32,2 mld. Kč, z toho téměř 27 mld. Kč připadá na výpadek v příjmech veřejného rozpočtu a cca 15 mld. na nárůst výdajů. Pokles příjmů v roce 2009 bude z velké části způsoben změnou sociální politiky, když došlo ke snížení sazby pro sociální pojištění placené zaměstnanci na 6,5%. Příjmy tak klesnou o 18 mld. Kč. Druhou položkou, která způsobí nejvyšší výpadek příjmů, je změna sazby daně z příjmů právnických osob, díky čemuž rozpočet přijde o dalších 6 mld. Kč. Z výdajů tvoří největší položku navýšení prostředků Fondu dopravní infrastruktury o více než 7 mld. Kč. Dalšími protikrizovými výdaji jsou pak prostředky na navýšení platů státních zaměstnanců (2,7 mld. Kč), navýšení prostředků Podpůrného a garančního rolnického a lesnického fondu (2,3 mld. Kč), prostředky na podporu vědy a výzkumu (1,9 mld. Kč) a další opatření, jejichž vliv na výdaje je však podstatně nižší.

## **Plánovaná opatření**

NPPV obsahuje i další opatření, jejichž celková hodnota má činit 41,5 mld. Kč. Některá z těchto opatření již vláda stihla realizovat, jiná ještě nikoliv. Jejich uvedení v život bylo značně zkomplikováno pádem české vlády v dubnu 2009, protože nově nastupující administrativa není povinna vzít tento plán za svůj a navržená opatření realizovat. Plánovaná opatření předpokládají výpadek příjmů veřejného rozpočtu v hodnotě téměř 30 mld. Kč a navýšení výdajů o bezmála 12 mld. Kč.

Největší vliv na příjmy veřejného rozpočtu by měly navrhované slevy na pojistné na sociální zabezpečení hrazené zaměstnavatele. Tady vláda počítá s výpadkem ve výši 18 mld. Kč. Cílem tohoto opatření je pokles mzdových nákladů, od kterého si vláda slibuje zachování několika desítek tisíc pracovních míst. Pokud by se předpoklad vlády vyplnil, výpadek by byl částečně kompenzován odvody sociálního pojištění z nezaniklých pracovních míst. Navíc by pak byl státní rozpočet ušetřen od výplaty podpor v nezaměstnanosti. U výdajové stránky rozpočtu je nejvyšší plánovanou položkou podpora energetických úspor a využití obnovitelných zdrojů energie při výrobě tepla (6 mld. Kč).

Přehled opatření NPPV a jejich dopadů na veřejné rozpočty je součástí přílohy jako Příloha 1.

## **Zhodnocení protikrizových opatření**

Z vyjmenovaných opatření je vidět, že česká vláda se krizí zabývá a snaží se její důsledky do jisté míry tlumit. Protože je Česká republika malá a silně proexportní ekonomika, je její výkonnost do velké míry závislá na hospodářském vývoji v zemích hlavních obchodních partnerů, což je patrné i z toho, že cca 85% českého exportu směřuje do zemí Evropské unie. A protože současná hospodářská krize vznikla vně České republiky, má vláda jen omezenou možnost, jak jí čelit. Podobně je na tom i řada dalších zemí. Státní či veřejný rozpočet České republiky nemá a patrně nikdy nebude mít prostředky na suplování výpadků způsobených poklesem zahraniční poptávky.

Pozitivem NPPV vlády je především jeho zaměření na nabídkovou stranu ekonomiky v podobě snižování mzdových nákladů, zvyšování likvidity podniků (zrušením povinnosti

platit zálohy na daň z příjmů) nebo podpory exportu. Všechny tyto aktivity přispějí ke zvýšení konkurenceschopnosti českých firem. Ovšem ani poptávková strana nezůstala bez stimulů. Nejdůležitějším je zvýšení disponibilních příjmů domácností v důsledku změn v sociálním zabezpečení. Ačkoliv se jedná o poměrně výrazné státní zásahy s negativními důsledky na státní rozpočet, není zde patrný příklon k větší přerozdělovací moci státu a k jeho větší přímé angažovanosti v ekonomice.



## 6.0 Závěr

Finanční a ekonomická krize, kterou svět v současnosti prochází, je v mnohém srovnávána s Velkou hospodářskou krizí let 1929-1933. Ačkoliv je zde mnoho podobností, každá z nich vznikla z jiných příčin.

Za hlavní viníky krize 30. let jsou často označovány americké banky, jež s vidinou vysokých zisků investovaly vklady svých klientů na akciovém trhu. Také v současnosti je nenasytnost bank a špatné řízení rizik označováno za jednu z hlavních příčin krize.

Práce si proto kladla za cíl důvody, které k současné finanční a hospodářské krizi vedly, zanalyzovat, a zároveň zodpovědět otázku: **Je možné jednoznačně určit viníka krize?**

Jako skutečnosti, které současnou krizi vyvolaly, definovala práce následující:

1. Politika nízkých úrokových sazeb Federálního rezervního systému
2. Sekuritizace
3. Chybný rating
4. Nadměrná úvěrová angažovanost bank
5. Spekulace na hypotečním trhu
6. Psychologický faktor

Rozbor těchto příčin, jenž byl proveden ve třetí kapitole diplomové práce, dokládá, že žádná z nich sama o sobě krizi způsobit nemohla. Označit tedy jednoznačného viníka krize by bylo značně zavádějící, protože jednoho viníka současná krize nemá.

Čtvrtá kapitola se věnovala celosvětovým dopadům krize se zaměřením na Spojené státy americké a Evropskou unii. Zjistila, že vývoj v bankovním sektoru a to, jak je vnímán veřejností, výrazně ovlivňuje ostatní části ekonomiky. Proto došlo k tak rychlému přelítí krize do reálné ekonomiky.

Východiskem pro stanovení důsledků krize byla analýza makroekonomických veličin, která prokázala jejich zhoršující se vývoj.

Práce zjistila větší příklon ke státním zásahům do ekonomiky zřetelný ze zavádění vládních záchranných balíčků. Negativní důsledek těchto aktivit je spatřován především v růstu vládních deficitů.

Druhá otázka položená v úvodní kapitole zněla: **Mají vládní a centrální autority možnost výrazně ovlivnit hospodářský výkon v době současné krize?**

K jejímu zodpovězení byl použit makroekonomický model IS-LM, na základě kterého bylo zjištěno, že současnou ekonomickou situaci je možné charakterizovat jako past likvidity a past investic. Aplikací modelu dospěla práce k závěru, že expanzivní fiskální politika má všechny předpoklady pro vyvedení ekonomiky z krize, zatímco monetární politika dosahuje nulového účinku.

Odpověď na položenou otázku je tedy následující: Ano, vláda má možnost ovlivnit hospodářskou výkonnost svého státu v době současné krize realizací vhodné politiky, centrální autorita nikoliv.

Zároveň byly předloženy důvody, proč se vývoj reálné ekonomické situace nemusí shodovat se závěry zjištěnými na základě modelu. Jedná se zejména o neuvažování zahraniční poptávky, spotřebitelských očekávání a vkládání vysoké důvěry v poptávku.

Třetí otázka se týkala dopadu krize na Českou republiku: **Má či bude mít krize bezprostřední vliv na Českou republiku?**

Práce prokázala, že Česká republika je krizí výrazně ovlivněna, a že ji bude ovlivňovat i v dohledné budoucnosti. Za hlavní důvod je považován pokles zahraniční poptávky. Vývoj na zahraničních trzích bude pro české hospodářství v nejbližší době zřejmě signifikantní. Oproti reálné ekonomice se český bankovní sektor s krizí potýká výrazně lépe. Jeho výhody jsou spatřovány v malé závislosti na mezibankovním trhu a v nízkých vazbách na toxická aktiva.

Rozsah konečných dopadů na českou ekonomiku ještě není možné stanovit, protože ty budou záviset především na ekonomické situaci v hlavních odběratelských zemích.

Hlavní teze celé práce spočívala ve verifikaci hypotézy: **Současná ekonomická krize prokázala velmi vysoký stupeň integrace světové ekonomiky, v jehož důsledku mají národní autority jen omezenou možnost ovlivnit výkonnost svých ekonomik.**

Čtvrtá část práce s využitím modelu IS-LM prokázala, že vláda má možnost ovlivnit ekonomickou výkonnost své země. Modelem neuvažovaná zahraniční poptávka je dnes pro řadu zejména malých a silně proexportních ekonomik hlavní složkou HDP. Do této skupiny patří i Česká republika, jak dokázala pátá kapitola.

Současný vysoký stupeň integrace celosvětové ekonomiky s sebou tak přináší vysokou míru závislosti malých otevřených ekonomik na zahraničních odbytích. Proto mají vlády těchto zemí jen omezenou možnost účinně ovlivnit výkonnost hospodářství. Naopak, síla fiskálních opatření v zemích, kde se krize projevuje poklesem domácí poptávky, bude mnohem vyšší.

Hypotézu o omezeném vlivu národních autorit na ekonomickou výkonnost se proto nepodařilo potvrdit, ani vyvrátit.

## Seznam použité literatury

### Citace

- [1] BLS (2009): *Economic News Releases – Consumer Price Index* Bureau of Labor Statistics [online]. [cit.2009-04-12]. Dostupné z: <<http://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>>.
- [2] Česká televize (2008a): *Americké vládě došla trpělivost, přebírá hypoteční agentury Fannie Mae a Freddie* [online]. [cit.2009-03-16]. Dostupné z: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/27793-americke-vlade-dosla-trpelivost-prebira-hypotecni-agentury-fannie-mae-a-freddie-mac/>>.
- [3] ČSÚ (2009c): *Průmyslová produkce - Průmysl celkem (bez stavebnictví) - index (2000 = 100) – procentní změna proti stejnému období předcházejícího roku t/t-12 - sezónně neočištěno* [online]. [cit.2009-05-08]. Dostupné z: <<http://dw.czso.cz/ode/tab/is080m12.htm>>.
- [4] ČSÚ (2009h): *Tendence a faktory makroekonomického vývoje ČR* [online]. [cit.2009-05-05]. Dostupné z: <<http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/p/1101-09>>.
- [5] Finance.cz (2008): *Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků* [online]. [cit.2009-02-06]. Dostupné z: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>>.
- [6] Ihned.cz Online zprávy hospodářských novin (2007a): *Množství nesplácených hypoték dosáhlo v USA nového vrcholu* [online]. [cit.2009-02-06]. Dostupné z: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-21403980-mnozstvi-nesplacenych-hypotek-dosahlo-v-usa-noveho-vrcholu>>.
- [7] Ihned.cz Online zprávy hospodářských novin (2007b): *Počet zabavených domů je v USA na rekordu* [online]. [cit.2009-02-06]. Dostupné z: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-22567970-pocet-zabavenych-domu-je-v-usa-na-rekordu>>.
- [8] Revenda, Zbyněk (2001): *Centrální bankovníctví* 2.vyd. Praha: Management Press, 2001. 782s. ISBN 80-7261-051-1.
- [9] Šimíková, Ivana (2004): *Finance a bankovníctví*. 1.vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2004. 209s. ISBN 80-7083-898-1.

- [10] TreasuryDirect.gov (2009): *Government - Historical Debt Outstanding - Annual 2000 – 2008* [online]. [cit.2009-05-08]. Dostupné z: <[http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt\\_histo5.htm](http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm)>.

## Bibliografie

- [1] Asociace pro kapitálový trh ČR (2009): *Tisková zpráva 10. února 2009* [online]. [cit.2009-05-07]. Dostupné z: <<http://www.akatcr.cz/download/439-tz090210.pdf>>.
- [2] BCPP (2009): *Ročenka 2008* [online]. [cit.2009-05-07]. Dostupné z: <<http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2008.pdf>>.
- [3] BEA (2009): *National Economic accounts* [online]. [cit.2009-02-17]. Dostupné z: <<http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&ViewSeries=NO&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1998&LastYear=2008&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no#Mid>>.
- [4] Businessinfo.cz (2009): *Teritoriální informace - země - BusinessInfo.cz* [online]. [cit.2009-04-12]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/teritorialni-informace-zeme/1000540/>>.
- [5] ČNB (2008): *Zpráva o finanční stabilitě 2007* [online]. [cit.2009-05-01]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/fs\\_2007/FS\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2007/FS_2007.pdf)>.
- [6] ČNB (2009a): *Čtvrtletník Monitoring centrálních bank* [online]. [cit.2009-05-04]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/)>.
- [7] ČNB (2009b): *Základní ukazatele o bankovním sektoru – Tab. č.1 Počet bank podle vlastnictví* [online]. [cit.2009-05-04]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_fin\\_trh/bankovni\\_dohled/bankovni\\_sektor/zakl\\_uk\\_bank\\_sekt/ukazatele\\_tab01.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/bankovni_dohled/bankovni_sektor/zakl_uk_bank_sekt/ukazatele_tab01.html)>.
- [8] ČNB (2009c): *Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry* [online]. [cit.2009-05-05]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/prumerne.jsp?year=2008&show=Spustit+sestavu](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne.jsp?year=2008&show=Spustit+sestavu)>.
- [9] ČNB (2009d): *Základní ukazatele o bankovním sektoru – Tab. č.4 Výkaz zisku a ztráty bankovního sektoru* [online]. [cit.2009-05-04]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_fin\\_trh/bankovni\\_dohled/bankovni\\_sektor/zakl\\_uk\\_bank\\_sekt/ukazatele\\_tab04a.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/bankovni_dohled/bankovni_sektor/zakl_uk_bank_sekt/ukazatele_tab04a.html)>.
- [10] ČNB, 2009e: *Předchozí prognózy* [online]. [cit.2009-05-04]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)>.

- [11] ČSÚ (2009a): *Hrubý domácí produkt - stálé ceny - změna v procentech (t/t-4)* [online]. [cit.2009-05-02]. Dostupné z: <<http://dw.czso.cz/ode/tab/na010q4.htm>>.
- [12] ČSÚ (2009b): *Harmonizovaná nezaměstnanost - celkem - míra - sezonně očištěno* [online]. [cit.2009-05-12]. Dostupné z: <<http://dw.czso.cz/ode/tab/lm010rt.htm>>.
- [13] ČSÚ (2009d): *Celkový dluh vládního sektoru - miliardy EUR* [online]. [cit.2009-05-12]. Dostupné z: <<http://dw.czso.cz/ode/tab/na220.htm>>.
- [14] ČSÚ (2009e): *Deficit vládního sektoru (-) / přebytek (+) - % z HDP* [online]. [cit.2009-05-12]. Dostupné z: <<http://dw.czso.cz/ode/tab/na200pc.htm>>.
- [15] ČSÚ (2009f): *Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP) – úhrn* [online]. [cit.2009-04-29]. Dostupné z: <<http://dw.czso.cz/ode/tab/teicp000.htm>>.
- [16] ČSÚ (2009g): *Hrubý domácí produkt - Časové řady ukazatelů čtvrtletních účtů* [online]. [cit.2009-04-29]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_cr)>.
- [17] ČSÚ (2009i): *Zahraniční obchod – časové řady* [online]. [cit.2009-05-05]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/vzo\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/vzo_cr)>.
- [18] ČSÚ (2009j): *Průmysl, energetika – časové řady* [online]. [cit.2009-05-07]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/pru\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/pru_cr)>.
- [19] Dvořák, Petr (2005): *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3.vyd. Praha: Linde Praha a.s. 681s. ISBN 80-7201-515-X.
- [20] Economagic.com (2008), *Household Sector Debt as a Percent of GDP* [online]. [cit.2009-02-18]. Dostupné z: <<http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/var/togdp-householdsectordebt#Dat>>.
- [21] Econstats.com (2009a): *Dow Jones Industrial Average - 30 stocks monthly Index and Correlations with SP500* [online]. [cit.2009-02-13]. Dostupné z: <[http://www.econstats.com/eqty/eqem\\_mi\\_3.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqem_mi_3.htm)>.
- [22] Econstats.com (2009b): *DJIA FTSE 100 Nikkei 225 DAX Stock Market Indices | stock markets* [online]. [cit.2009-02-13]. Dostupné z: <<http://www.econstats.com/eqty/index.htm>>.
- [23] Econstats.com (2009c): *GDP data* [online]. [cit.2009-05-02]. Dostupné z: <[http://www.econstats.com/gdp/gdp\\_\\_a1.htm](http://www.econstats.com/gdp/gdp__a1.htm)>.
- [24] Econstats.com (2009d): *NASDAQ Composite yearly Index and Correlations with SP500* [online]. [cit.2009-02-13]. Dostupné z: <[http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_mi\\_6.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_mi_6.htm)>.

- [25] Econstats.com (2009e): *EconStats : Interest Rates, USA UK Germany ECB Japan Korea Italy France* [online]. [cit.2009-03-09]. Dostupné z: <[http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_mi\\_6.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_mi_6.htm)>.
- [26] Econstats.com (2009f): *US Int Rates - Mortgage Rates | ES | Value at end of Quarter* [online]. [cit.2009-03-09]. Dostupné z: <[http://www.econstats.com/r/r\\_eq18.htm](http://www.econstats.com/r/r_eq18.htm)>.
- [27] European Commission (2009): *European Commission - Economic and Financial Affairs* [online]. [cit.2009-05-14]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/](http://ec.europa.eu/economy_finance/)>.
- [28] European Securitisation Forum (2008): *ESF Securitisation Data Report Q4:2008* [online]. [cit.2009-03-14]. Dostupné z: <[http://www.europeansecuritisation.com/Market\\_Standard/ESF\\_Data\\_Report\\_Q4\\_2008.pdf](http://www.europeansecuritisation.com/Market_Standard/ESF_Data_Report_Q4_2008.pdf)>.
- [29] Federal Reserve System (2008a): *FRB: Monetary Policy, Open Market Operations* [online]. [cit.2009-02-17]. Dostupné z: <<http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>>.
- [30] Federal Reserve System (2008b): *Flow of Funds Accounts of the United States* [online]. [cit.2009-02-17]. Dostupné z: <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1.pdf>>.
- [31] Finance.cz (2008): *Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků* [online]. [cit.2009-02-06]. Dostupné z: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>>.
- [32] Hamerníková, Bojka – Kubátová, Květa (2004): *Veřejné finance učebnice*. 2.vyd. Praha: Eurolex Bohemia, 2004. 355s. ISBN 80-86432-88-2.
- [33] Ihned.cz Online zprávy hospodářských novin (2008a): *Přehledně: Pády a krachy amerických bank* [online]. [cit.2009-02-06]. Dostupné z: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-28412670-prehledne-pady-a-krachy-americkych-bank>>.
- [34] Ihned.cz Online zprávy hospodářských novin (2008b): *Americké automobilky zoufale volají o pomoc. Už o 34 miliard dolarů* [online]. [cit.2009-04-12]. Dostupné z: <[http://ekonomika.ihned.cz/c4-10076500-31138180-001000\\_d-americke-automobilky-zoufale-volaji-o-pomoc-uz-o-34-miliard-dolaru](http://ekonomika.ihned.cz/c4-10076500-31138180-001000_d-americke-automobilky-zoufale-volaji-o-pomoc-uz-o-34-miliard-dolaru)>.
- [35] Ihned.cz Online zprávy hospodářských novin (2009a): *Co obsahuje Obamův balík?* [online]. [cit.2009-04-19]. Dostupné z: <[http://hn.ihned.cz/index.php?p=500000\\_d&&article\[id\]=34346400](http://hn.ihned.cz/index.php?p=500000_d&&article[id]=34346400)>.

- [36] Ihned.cz Online zprávy hospodářských novin (2009b): *Barroso vyzval státy k vyšší podpoře ekonomik* [online]. [cit.2009-04-19]. Dostupné z: <[http://vyhledavani.ihned.cz/109-35845990-on-barroso-M00000\\_d-f6](http://vyhledavani.ihned.cz/109-35845990-on-barroso-M00000_d-f6)>.
- [37] IMF (2009): *Global Financial Stability Report* [online]. [cit.2009-04-23]. Dostupné z: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/text.pdf>>.
- [38] Jílek, Josef (2006): *Deriváty, Hodžové fondy, offshorové společnosti*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2006. 260s. ISBN 80-247-1826-X.
- [39] Mach, Miloš (2001): *Makroekonomie II pro magisterské (inženýrské) studium 1. a 2. část*. 3.vyd. Slaný: Melandrium, 2001. 367s. ISBN 80-86175-18-9.
- [40] MFČR (2009): *Makroekonomická predikce České republiky, Duben 2009* [online]., [cit.2009-05-07]. Dostupné z: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre\\_2009Q2\\_komplet\\_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2009Q2_komplet_pdf.pdf)>.
- [41] New York Times (2008): *The Debt Trap - Interactive Feature - NYTimes.com* [online]. [cit.2009-03-12]. Dostupné z: <<http://nytimes.com/interactive/2008/07/20/business/20debt-trap.html#>>>.
- [42] Revenda, Zbyněk (2001): *Centrální bankovníctví* 2.vyd. Praha: Management Press, 2001. 782s. ISBN 80-7261-051-1.
- [43] Revenda, Zbyněk a kol. (2005): *Peněžní ekonomie a bankovníctví* 4.vyd. Praha: Management Press, 2005. 627s. ISBN 80-7261-132-1.
- [44] Samuelson, Paul, A. – Nordhaus, William, D. *Ekonomie* 18. vydání. 1.vyd. Praha: NS Svoboda, 2007. 775s. ISBN 978-80-205-0590-3.
- [45] Singer, Miroslav (2008): *Finanční krize: Příčiny a možné dopady na českou ekonomiku* [online]. [cit.2009-02-09]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/Singer\\_20081029\\_Appia.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf)>.
- [46] Sojková, Lenka (2005): *Hospodářská politika*. 1.vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2005. 174s. ISBN 80-7372-034-5.
- [47] Soukup, Jindřich a kol. (2007): *Makroekonomie Moderní přístup*. 1.vyd. Praha: Management Press, 2007. 514s. ISBN 978-80-7261-174-4.
- [48] Standard & Poor's (2009): *S&P/Case-Shiller Home Price Indices* [online]. [cit.2009-03-12]. Dostupné z: <[http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indices\\_csmahp/0,0,0,0,0,0,0,0,0,1,1,0,0,0,0,0.html](http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indices_csmahp/0,0,0,0,0,0,0,0,0,1,1,0,0,0,0,0.html)>.



- [49] Středoevropské centrum pro finance a management (2009): [online]. [cit.2009-03-15]. Dostupné z: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Collateralized+Debt+Obligation+CDO&IdPojPass=87>>.
- [50] Thomson Reuters (2007): *Debt Capital Market Review* [online]. [cit.2009-03-11]. Dostupné z: <[http://www.thomsonreuters.com/content/PDF/financial/league\\_tables/de/2007/4Q07\\_Debt\\_Capital\\_Markets\\_R1.pdf](http://www.thomsonreuters.com/content/PDF/financial/league_tables/de/2007/4Q07_Debt_Capital_Markets_R1.pdf)>.
- [51] Thomson Reuters (2008): *Debt Capital Market Review* [online]. [cit.2009-03-11]. Dostupné z: <[http://www.thomsonreuters.com/content/PDF/financial/league\\_tables/de/2008/4Q08\\_debt\\_capital.pdf](http://www.thomsonreuters.com/content/PDF/financial/league_tables/de/2008/4Q08_debt_capital.pdf)>.
- [52] Zamrazilová, Eva (2008): *Světová finanční krize a její důsledky pro českou ekonomiku* [online]. [cit.2009-05-14]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/Zamrazilova\\_20081202\\_brno.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Zamrazilova_20081202_brno.pdf)>.

## Seznam příloh

PŘÍLOHA 1 PŘEHLED DOPADŮ NPPV NA VEŘEJNÉ ROZPOČTY.....	1 strana
--	----------